

## Carta 03 | Dezembro 2024

Caros Investidores,

Em 31 de dezembro de 2024, o 3 Ilhas Fundo de Investimento em Ações completou um ano e meio, acumulando um retorno líquido de taxas de -24,8%<sup>1</sup>. Durante o mesmo período, o Ibovespa, o IVBX-2 e o SMLL<sup>2</sup> renderam +1,9%, -5,5% e -15,9%, respectivamente. Em 2024, o desempenho do Fundo foi de -29,4% enquanto o Ibovespa, o IVBX-2 e o SMLL renderam -10,4%, -12,8% e -25,0%, respectivamente. Incluímos o índice SMLL como referência adicional, pois complementa o universo de ativos objeto de investimento do Fundo.

Estamos insatisfeitos com os resultados obtidos até então. No entanto, seguimos acreditando que avaliações em janelas de três a cinco anos representarão de forma mais adequada o desempenho do 3 Ilhas FIA. Gerimos o Fundo com o objetivo de alcançar retornos absolutos de longo prazo acima da inflação, compatíveis com a incerteza inerente aos ativos em que investimos e, portanto, superiores às alternativas de mais baixo risco.

Na Carta anterior, descrevemos as dificuldades presentes no ambiente econômico do Brasil, o apelo dos juros altos como alternativa de investimento e a queda no interesse pelo investimento em ações. Também comentamos sobre o nosso posicionamento de “investidores pacientes” com um portfólio relativamente estável, concentrado em negócios com boas perspectivas de longo prazo e resilientes, que poderão gerar altos retornos, sobretudo diante da atual avaliação atrativa do mercado de ações<sup>3</sup>.

Desde então, o mal desempenho do Fundo e do mercado de ações no Brasil se acentuou com o aumento da incerteza e do pessimismo, que deverá durar até pelo menos a próxima eleição presidencial em 2026. O natural viés de curto prazo presente na comunidade de investidores se fortaleceu e a atenção se concentrou ainda mais nos resultados imediatos das empresas, dando-se menor importância às perspectivas de longo prazo de cada negócio. A alta recente nas expectativas de juros afetou particularmente a performance das empresas com maior endividamento, tanto pela conjuntura como pela expectativa de alta nos juros de curto prazo. Continuamos focados na descoberta de empresas que possuam boas perspectivas de retorno, sempre calcados na confiança que temos nos times de gestão, na avaliação do seu posicionamento e no conhecimento do negócio. Entendemos que os investimentos que proporcionam o melhor valor a longo prazo não são necessariamente aqueles que apresentam os melhores resultados no curto prazo nem aqueles que

---

<sup>1</sup> O Relatório de dezembro de 2024 do Fundo 3 Ilhas FIF CIC de Ações RL está disponível no site [www.tresilhasinvestimentos.com.br](http://www.tresilhasinvestimentos.com.br).

<sup>2</sup> O IVBX-2 é o índice da Bovespa que cobre as cinquenta companhias de maior negociabilidade da Bovespa, excluídas as dez primeiras, tanto em termos de valor de mercado quanto de liquidez. Acreditamos que esse índice é uma referência econômica que apresenta maior aderência à estratégia e aos objetivos do Fundo. O SMLL é o índice da Bovespa que representa as empresas de menor capitalização da Bovespa – com ativos que estejam classificados fora da lista dos que representam 85% (oitenta e cinco por cento) do valor de mercado total da B3.

<sup>3</sup> Como referência, o múltiplo do preço / lucro para os próximos 12 meses (medida frequentemente utilizada para avaliar a atratividade do preço das ações) do IVBX-2 e do SMLL terminaram o ano em 10x e 7,7x, aproximadamente 25% abaixo da mínima atingida durante a crise do governo Dilma Roussef.

proporcionam “conforto” aos gestores de recursos. Encontrar casos de investimentos com distorções na sua avaliação e que, portanto, proporcionam boas expectativas de retorno e possuem capacidade de passar por momentos de incerteza econômica – mas com criação de valor no longo prazo – constitui a base do nosso trabalho no dia a dia. Ao longo desta Carta, teceremos comentários que irão ilustrar a nossa visão.

## Valor das empresas em tempos de crise

Investidores em ações têm uma série de regras e métricas para precificar seus ativos, sendo a mais comum delas a relação entre o preço (P) e o lucro das empresas (L). Empresas com negócios menos arriscados ou menos expostos ao ciclo econômico e/ou empresas que apresentam maior crescimento possuem em geral uma relação “P/L” mais elevada. Taxas de juros mais elevadas reduzem o valor dessa relação<sup>4</sup>. Essa métrica é obviamente uma simplificação, que em certos momentos pode se distanciar dos fundamentos.

Durante momentos de aumento relevante da incerteza é natural que os investidores passem a demandar taxas de retorno mais elevadas, em função de taxas de juros mais altas com cenários futuros menos previsíveis. Além disso, o foco em métricas mais simples de serem acompanhadas no dia a dia se torna o comportamento preferencial e um facilitador para a tomada de decisões de curto prazo. Com isso, medidas que melhor percebem o fundamento do negócio, como a geração de caixa livre e a avaliação dos fundamentos e cenários para sua evolução, ficam em segundo plano. Conforme descrevemos em nossa carta de dezembro de 2023, os resultados contábeis podem ficar distorcidos pelos efeitos da inflação e pelas taxas de juros de curto prazo, reduzindo ainda mais o valor de métricas de avaliação simplistas e que focam estritamente no curto prazo. Acreditamos que as atuais circunstâncias têm criado distorções relevantes em função disso, subavaliando diversos ativos do portfólio.

No entanto, esse é o momento em que vivemos. Notamos claramente alguns casos do nosso portfólio em que, apesar das boas perspectivas futuras, a avaliação de mercado das empresas foi penalizada por esse viés mais curto-prazista. Nossos investimentos em GPS, Vibra, Cyrela, Auren, Smartfit, Multiplan, Localiza e Assaí foram particularmente afetados ao longo do segundo semestre, quando esse movimento se acentuou.

Apesar do mau desempenho de suas ações, todas as companhias acima continuam desenvolvendo planos de longo prazo e apresentando bons resultados operacionais. Em alguns casos, o aumento nas taxas de juros de fato causou desvios nas expectativas anteriores, mas em nenhum deles houve um impacto significativo no posicionamento competitivo ou nos planos de longo prazo. Em certos casos, um ambiente de crédito restritivo inclusive melhorou suas posições competitivas, como ocorre com Cyrela, Smartfit e Localiza.

A GPS continua focada na importante aquisição da GRSA<sup>5</sup>, de alimentação corporativa, o que melhora a qualidade do negócio e seu posicionamento comercial. A cultura e o talento executivo da

---

<sup>4</sup> Do ponto de vista técnico, a derivação matemática da relação preço/lucro assume o crescimento dos lucros em progressão geométrica e a relação de dividendos sobre os lucros e a taxa de desconto constantes, hipóteses bastante distantes da realidade.

<sup>5</sup> A GRSA aumenta em aproximadamente 30% o tamanho da GPS, em um segmento ainda não representativo para a companhia e com boas perspectivas.

companhia nos dão confiança quanto ao bom andamento da integração de um negócio tão importante. A Vibra continua se beneficiando da melhora na lucratividade do mercado de distribuição, com um bom controle de margens e custos, e durante o semestre realizou a compra integral do seu braço de geração e comercialização de energia elétrica, um passo importante nessa nova fase da companhia. A Cyrela voltou a atingir patamares históricos de altos retornos e está no fim de um reposicionamento da companhia, com maior concentração no mercado de São Paulo, sua fortaleza, e com a resolução de seu legado de ativos problemáticos no Rio de Janeiro. No caso da Cyrela, a crise a coloca em uma posição ainda mais vantajosa para desenvolver novos projetos imobiliários, dada a sua forte posição financeira, comercial e reputação. A Auren, que concretizou a aquisição da AES Brasil, começa a apresentar relevantes economias de custos<sup>6</sup>, e melhorou a qualidade do seu portfólio de ativos, que potencializa a capacidade de gestão da companhia em um mercado em crescimento, transformação e com grandes possibilidades de arbitragem. A Smartfit continua com seu plano ordenado de forte crescimento da rede de academias na América Latina, mantendo sua dominância absoluta, com bons retornos. As aberturas nos anos de 2024 e 2025 deverão representar um crescimento acumulado de 40% da base de academias da companhia. A Multiplan executou uma recompra relevante de sua base de ações a preços atrativos, enquanto sua base de shoppings de alta qualidade continua apresentando bons resultados. A Localiza termina seu ciclo de integração da Unidas-Locamerica enquanto inicia um processo de renovação da frota com reposicionamento de preços, ao passo que seu principal concorrente se encontra limitado pelo endividamento elevado. Sua posição competitiva nunca foi tão forte. A Assaí termina um forte ciclo de expansão com alta geração de caixa operacional e baixa necessidade de investimentos, permitindo uma necessária redução do endividamento e um maior foco na otimização das operações.

Nossa filosofia se baseia na escolha dos melhores investimentos no longo prazo, levando em consideração o preço, as perspectivas futuras e os riscos do negócio e da empresa. Isso não quer dizer que quando nos deparamos com mudanças ou com a percepção de mudança na trajetória de construção de valor não alteramos sua participação no portfólio. O monitoramento de riscos, sejam eles intrínsecos à companhia ou originários do ambiente externo é parte fundamental do nosso processo de análise. Cientes do impacto de mudanças no cenário macroeconômico ou político, nossa preferência é lidar com esses riscos investindo em empresas e negócios que sejam resilientes a tais ciclos.

### **Atribuição de resultados do 3 Ilhas FIA**

Mesmo tendo em vista o curto tempo de existência do 3 Ilhas FIA<sup>7</sup> e o mau desempenho do mercado acionário brasileiro desde o início do Fundo, consideramos a nossa performance muito aquém das expectativas. Como mencionamos na Carta de junho de 2024, o resultado negativo do investimento na Viveo explicou a maior parte do mau desempenho do Fundo, do seu início até junho de 2024, e aproximadamente metade do resultado negativo desde o início. Continuamos acompanhando os esforços de correção de rumo na Viveo, cientes de que os erros de gestão e alocação de capital causaram uma relevante perda de valor para a companhia.

---

<sup>6</sup> Estimamos que a oportunidade de redução seja superior a 1/3 da base de custos da AES Brasil.

<sup>7</sup> O 3 Ilhas FIC FIA iniciou suas atividades no dia 28 de junho de 2023.

Com relação ao restante da contribuição negativa, seis posições tiveram impacto semelhante: Cosan, Assaí, Localiza, Hapvida, Alpargatas e Auren. Cosan foi a posição com desempenho mais decepcionante — a companhia incorreu em graves problemas de execução num de seus principais negócios, a Raízen, ao passo que não conseguiu executar seu plano de venda de ativos com o objetivo de ajustar o endividamento elevado originado pelo investimento na Vale (VALE3)<sup>8</sup>. Hapvida e Alpargatas continuam executando programas de melhoria de desempenho, embora com algum atraso e desvios em relação às nossas expectativas. Hapvida precisa estabilizar a operação no Sudeste, fruto da incorporação da operação da Intermédica, que dobrou o tamanho da companhia. No entanto, seu modelo de negócio diferenciado, sua posição competitiva e escala abrem espaço para uma grande oportunidade de criação de valor num mercado pouco penetrado e imaturo. Continuamos monitorando de perto a integração das operações da Intermédica e os desdobramentos regulatórios. A Alpargatas (Havaianas), por sua vez, conseguiu estabilizar os resultados das operações locais, mas o potencial de sua operação internacional continua indefinido, apesar da importante oportunidade de desenvolvimento. Em ambos os casos, enxergamos um valor significativo a ser gerado pela normalização das operações de ambas as companhias sendo que o preço de suas ações foi bastante impactado pelo atraso na execução de seus planos. Assaí, Localiza e Auren foram penalizadas, sobretudo, pelo impacto do aumento dos juros nos seus resultados de curto prazo. Conforme comentamos, nos casos dessas três companhias e dos ativos que foram construídos ao longo do tempo, sua posição competitiva e seus times de gestão as colocam em posição de alcançar uma melhora de resultados nos próximos anos e, portanto, uma contínua criação de valor.

Cinco investimentos tiveram contribuições positivas relevantes para o Fundo: Suzano, Mercado Livre, Vibra, Ocean Wilsons e Ultrapar. Beneficiada pela depreciação do Real, a Suzano terminou a construção de sua nova planta de celulose no Mato Grosso do Sul conforme o esperado, com a perspectiva de uma enorme geração de caixa nos próximos anos — acreditamos que a geração de caixa livre da Suzano possa chegar a 2/3 do seu valor de mercado no triênio 2025-27. No entanto, nossa atenção segue focada nas decisões de alocação de capital relacionadas à ambição de expansão internacional da companhia. Mercado Livre continuou apresentando altas taxas de crescimento, boas perspectivas de lucratividade, desenvolveu novas áreas de expansão (pagamentos, crédito, publicidade) e uma melhora substancial da situação do mercado onde é mais forte, a Argentina. O modelo de negócio continua “imbatível”, embora a competição de empresas similares asiáticas que começam a ganhar relevância no Brasil seja uma fonte de preocupação. Decidimos reduzir o investimento devido a uma combinação do alto valor das ações com esse aumento de incerteza com competição. Vibra e Ultrapar se beneficiaram de uma melhora paulatina das margens do mercado de distribuição de combustíveis e entram em uma nova fase em que suas decisões de alocação de capital serão parte importante da agenda de criação de valor. Ocean Wilsons é uma holding listada no mercado do Reino Unido, com aproximadamente 2/3 do seu valor alocados na participação em Wilson Sons (PORT3). Identificamos uma relevante distorção de valor entre a holding e a subsidiária listada no Brasil. Durante o último semestre, a Ocean tomou a decisão de vender sua participação na

---

<sup>8</sup> No dia 15/01/2025 a Cosan anunciou que vendeu praticamente a totalidade do seu investimento na Vale para reduzir seu nível de endividamento.

Wilson Sons e anunciou que deverá fazer uma distribuição de capital extraordinária e uma possível reestruturação do grupo, causando uma valorização de suas ações.

## Vendedores forçados e recompras de ações

Muitas estratégias de investimentos com viés mais oportunista focam suas análises nos casos em que existem “vendedores forçados”. A ideia fundamental é que as distorções de valor se tornam mais óbvias quando a razão para a venda da posição de investimento se dá por motivo alheio aos méritos do investimento em si ou à vontade do gestor. Uma outra forma de olhar para a questão é considerar que o mercado, em situações normais, é formado por compradores e vendedores inteligentes, bem-informados, muitos deles profissionais. Portanto, entender as motivações por trás desses agentes – paralelamente, é claro, a um estudo minucioso do negócio da companhia – nos ajuda a ganhar convicção sobre as distorções de valor.

Achamos interessante analisar a situação atual do mercado acionário Brasileiro sob esse prisma: quem são os “vendedores forçados” agora? Como amplamente divulgado pela imprensa, a saída de recursos de fundos de ações e multimercado tem sido significativa<sup>9</sup>. Quando tal fato ocorre, o gestor não tem alternativa a não ser “fazer caixa”, ou seja, vender parte do seu portfólio, seja ele de ações ou de outros títulos. Segundo a Anbima, a participação dos Fundos de ações na indústria de fundos brasileira chegou a 15% em 2020, comparado com 8,5% em novembro de 2024<sup>10</sup>. A participação da parcela de ações nos Fundos de Previdência Fechada, que chegou a 20,4% em 2020, alcançou 10,6% em agosto de 2024<sup>11</sup>. Nesse caso, a venda não é exatamente forçada, pois os resgates desses fundos não variam significativamente ano a ano. No entanto, do ponto de vista do dever fiduciário de seus gestores, títulos de longo prazo do governo indexados à inflação com rendimentos superiores a 7% a.a. são uma tentação irresistível para quem precisa alcançar metas atuariais correndo baixos riscos. Finalmente, a participação dos investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro tem diminuído substancialmente<sup>12</sup>, com o Brasil perdendo espaço no universo dos países emergentes – representávamos 10% do Índice de ações de mercados emergentes MSCI EM em 2004, enquanto em 2024 passamos para 5%.<sup>13</sup> No início dos anos 2000, investidores estrangeiros eram responsáveis por aproximadamente 70% das operações de IPO e “follow-on”. De 2020 a 2024, essa participação ficou entre 30-40%.<sup>14</sup>

Diante de tal cenário, quem seriam os compradores de ações com visão de longo prazo? Uma mudança positiva e relevante nos últimos anos se refere à maior participação de pessoas físicas como investidores em ações, fruto do desenvolvimento de novas plataformas de negociação, propiciando mais acesso, assim como o crescimento da educação financeira através das plataformas de mídia social. De acordo com os dados de custódia da B3, de 2011 até novembro de 2024 a participação no valor de mercado da Bovespa dos investidores individuais saiu de 9% para 19%, com

---

<sup>9</sup> Segundo dados da Anbima, a saída líquida de recursos dos fundos de ações e fundo multimercado em 2024 foi de R\$32 bilhões (excluídos os fundos de ações com investimento no exterior) e R\$357 bilhões, respectivamente. Mesmo os ETFs de ações, instrumento de investimento em crescimento, tiveram saídas líquidas de R\$2,2 bilhões.

<sup>10</sup> BTG Pactual, 2025 Strategy Outlook, 17-Dez-2024, pg. 40. Dados da Anbima.

<sup>11</sup> Dados da Abrapp. [https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2025/01/Consolidado-Estatistico\\_08.2024.pdf](https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2025/01/Consolidado-Estatistico_08.2024.pdf)

<sup>12</sup> A saída líquida de recursos de investidores estrangeiros na Bolsa Brasileira foi de R\$32 bilhões em 2024 -- BTG Pactual, 2025 Brazil: Follow the Money, 14-Jan-2025, pg. 11.

<sup>13</sup> MSCI Emerging Markets é um índice que representa o universo de investimentos dos mercados emergentes.

<sup>14</sup> BTG Pactual, 2025 Strategy Outlook, 17-Dez-2024, pg. 53.

forte crescimento de 2020. Já a participação de investidores estrangeiros de forma direta ou através de ADRs caiu de 58% para 49%, enquanto as demais classes ficaram mais ou menos estáveis nesse período.

No entanto, um movimento que nos chamou a atenção nos últimos meses foi o anúncio e a execução de uma série de programas de recompra de ações pelas companhias listadas na Bovespa. Um estudo recente do Itaú BBA faz um bom levantamento do histórico de programas de recompra de ações desde 2005. De fato, o número de programas em aberto é o mais alto dos últimos vinte anos. O valor financeiro é o 2º mais alto desde 2021, quando a Vale anunciou um grande programa. Quando analisamos as recompras efetivamente executadas, vemos que os valores de 2024 estão 11% acima de 2023, enquanto as recompras do quarto trimestre de 2024 ficaram aproximadamente 50% acima do mesmo período do ano anterior.<sup>15</sup> Seria esse um forte sinal de que as ações se encontram a preços atrativos, demonstrado pelo interesse de alocadores de capital de longo prazo (acionistas controladores e executivos das companhias) bem-informados e conhecedores do seu negócio? Ou apenas uma reação de executivos à queda brusca de suas ações?

O tema da “Recompra de Ações” tem sido fonte de discussão, estudos e debate por muitos anos<sup>16</sup>. Em entrevista recente, o professor Kenneth French defendeu a importância e o significado das recompras de ações<sup>17</sup>: “Buybacks are divisive. They divide people who understand finance from those who don't. All that's happening there is a transfer from some shareholders to other shareholders. We're not destroying any wealth. There is some value created in having a more accurate stock price and in essence that's what's happening when they buy back their shares. For that reason, they kind of are going to push the price up. Presumably, they know better than the market what the price should be and they're saying, ah, this price is too low, let's buy some shares.”<sup>18</sup>

Na 3 Ilhas, acompanhamos com atenção o movimento de compras e vendas de ações dos acionistas, executivos e das companhias em que investimos. Achamos relevante acompanhar, caso a caso, não apenas os dados divulgados como também o contexto e o significado que cada um desses movimentos tem. A literatura acadêmica financeira sobre o tema é extensa, mas dois textos em particular nos ajudam a pensar sobre o momento atual do Brasil: i) um deles, descreve aquelas recompras de “alta convicção”, que por sua representatividade indicam um forte sinal de que as ações da companhia se encontram subavaliadas<sup>19</sup>; ii) outro estudo<sup>20</sup> mede o impacto das recompras quando concomitantes às compras pelos executivos, sendo esse outro forte sinal de subavaliação. Acreditamos que os dois cenários ilustram situações que se encaixam nos casos de empresas do portfólio.

---

<sup>15</sup> Itaú BBA – The Capital Allocator: Share Buybacks Programs Surge to Historical Highs – Turning Bearish Sentiment into Opportunity, 16/Jan/2024.

<sup>16</sup> Em Shareholder Yield – A Better Approach to Dividend Investing, Mebane T. Faber (<https://mebfaber.com/wp-content/uploads/2023/05/Shareholder-Yield.pdf>) explora o tema da remuneração dos acionistas e seu impacto no retorno e conclui: “Portfolios that invested in companies with high dividend yields, high net buyback yields, and high net debt paydown yields have outperformed the broad market.”

<sup>17</sup> Meb Faber Research, Episode #530: Professor Kenneth French on Risk, Return, and Rationality, April 19, 2024. <https://mebfaber.com/2024/04/19/kenneth-french/?form=MG0AV3>

<sup>18</sup> Usamos o texto em inglês com o objetivo de manter o significado original.

<sup>19</sup> High Conviction Buybacks, Patrick O'Shaughnessy, CFA: August 2015; <https://www.osam.com/Commentary/high-conviction-buybacks>

<sup>20</sup> Insider trading and share repurchases: Do insiders and firms trade in the same direction?, Alice A. Bonaimé, Michael D. Ryngaert, Journal of Corporate Finance, Volume 22, 2013, pgs. 35-53, ISSN 0929-1199, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119913000278>

No entanto, antes de mencionar alguns desses casos, iremos discutir as motivações para a execução de recompras de ações e suas nuances relacionadas ao caso brasileiro<sup>21</sup>. Nem sempre a decisão de recompra tem um conteúdo informacional alto em relação ao valor da empresa e existe uma série de motivações para a execução de recompras de ações, tais como:

1. Subavaliação das ações da empresa: essa é mais óbvia razão de todas pois executivos e acionistas controladores possuem não só o conhecimento do negócio e das circunstâncias do ciclo empresarial como também o melhor acesso à informação, o que pode permitir um julgamento superior sobre o valor de suas ações. O bom uso dessas informações não é garantia de que a decisão de recompra é correta, pois ela também depende de fatores externos à companhia, do viés de comportamento e do bom julgamento dos tomadores de decisão. No entanto, não são poucos os episódios de recompras malsucedidas, como o famoso caso da GE durante a gestão de Jeff Imelt.<sup>22</sup> Como de costume, Warren Buffett resume a questão: “Before even discussing repurchases, a CEO and his or her Board should stand, join hands and in unison declare ‘What is smart at one price is stupid at another.’”<sup>23</sup>
2. Sinalização ou Manipulação: o anúncio de programas de recompra, especialmente aqueles que não são executados em sua plenitude, podem ter apenas o objetivo de sinalizar subavaliação, sem maior significado. Mesmo quando executados, o programa de recompra pode ter o objetivo de afetar artificialmente o preço de mercado das ações.
3. Excesso de caixa, evitando o compromisso do pagamento frequente de dividendos: quando existe o excesso de caixa e a ausência de projetos de investimento com retorno atraente, as empresas podem optar por recompras em vez de dividendos, para evitar que seus investidores tenham a expectativa de uma distribuição recorrente de dividendos.
4. Diferenças de impostos sobre dividendos e ganho de capital: nos Estados Unidos, por exemplo, a taxa sobre dividendos é superior à de ganhos sobre capital, incentivando a distribuição de recursos da empresa aos seus acionistas via programas de recompra de ações. No Brasil ocorre o inverso: enquanto a taxa sobre dividendos é nula, o imposto sobre ganhos de capital é de 15%. Do ponto de vista estritamente tributário, seria mais eficiente distribuir recursos aos acionistas e deixar que eles comprem as ações diretamente.
5. Recompra de ações para compensar a emissão de ações relacionada aos planos de remuneração de executivos.

No caso brasileiro, a recompra de ações é bem menos frequente que nos EUA. Uma série de questões como a tributação e a dificuldade de acesso frequente de recursos no mercado de capitais podem explicar isso, justificando a retenção de um maior excesso de capital ou mesmo o fato de que muitas empresas ainda têm controle definido de acionistas que desejam liquidez ou mesmo diversificar sua carteira de ativos ao longo do tempo. Nesse caso, acreditamos que o conteúdo

---

<sup>21</sup> O caso dos EUA é bem discutido em *Stock Buyback Motivations and Consequences - A Literature Review*, Alvin Chen and Olga A. Obizhaeva, CFA Institute Research Foundation, 2022.

<sup>22</sup> GE: A Total Leadership Failure, 15 de Abril, 2015, <https://www.forbes.com/sites/adamhartung/2015/04/15/ge-a-total-leadership-failure/>

<sup>23</sup> Berkshire Hathaway 2016 Annual Report, pg. 9.



informativa das recompras no Brasil é mais alto e seu acompanhamento merece atenção<sup>24</sup> — elas se parecem mais com as “recompras de alta convicção” de O’Shaughnessy.<sup>12</sup>

No caso do portfólio da 3 Ilhas, entre as quinze maiores posições do Fundo, dez anunciaram programas de recompra e várias delas os têm executado de forma relevante, o que reforça nossa confiança no investimento nessas empresas. A Suzano executou uma recompra significativa logo após sua proposta frustrada de aquisição da IP. Tanto a Gerdau quanto sua holding controladora (Metalúrgica Gerdau) vêm recomprando ações de forma consistente e relevante nos últimos meses, após seis trimestres sem qualquer atividade. Apesar dos resultados deprimidos no mercado brasileiro, a Gerdau continua gerando altos níveis de caixa, com a compensação de resultados em suas operações na América do Norte e mesmo após uma série de investimentos que deverão ter impacto positivo. Seu baixo grau de endividamento e seu valor de mercado equivalente a um dos seus competidores americanos de mesmo tamanho<sup>25</sup> explicam por que a liderança da companhia decidiu recomprar ações. A Cyrela, que conta com uma forma sofisticada e criteriosa de avaliar recompras, foi ativa durante o mês de dezembro. A Rede D’Or foi bastante ativa ao longo de vários meses, chamando atenção para a compra concomitante de ações pela família Mol, seus acionistas controladores. A Multiplan, por sua vez, anunciou a recompra de 16,2% da companhia de um de seus acionistas de referência, nesse caso também com a compra concomitante de 3,8% das ações pela família fundadora. Nesses dois últimos casos, a recompra acompanhada da compra pelos acionistas controladores reforça ainda mais esse eventual sinal de subavaliação.

### A avaliação do endividamento das empresas

A recente alta nas expectativas de juros reforçou ainda mais a necessidade de avaliar a fragilidade financeira de cada investimento. Os níveis de endividamento, os custos, os fluxos de pagamentos, os “covenants”<sup>26</sup>, a resiliência da geração de caixa e as necessidades de investimentos passaram a ter protagonismo nas análises financeiras. Não somos investidores com foco nem especialidade em crédito, mas a avaliação da capacidade de gestão do endividamento e da liquidez é assunto corriqueiro em nossas análises.

O mercado de dívida corporativa no Brasil ficou por muito tempo restrito a um número limitado de bancos privados e estatais e ao mercado de dívida externa (“bonds”) — no caso das empresas de maior porte. Ao longo da última década, esse mercado no ganhou uma nova vida no país, com o desenvolvimento de uma série de novos investidores de crédito. A ampliação dos prazos e a segmentação em novas categorias de ativos de renda fixa (para o segmento imobiliário de infraestrutura e agrícola, por exemplo) permitiu um forte crescimento nesse mercado. De forma interessante, a dependência das empresas brasileiras de financiamento externo e de bancos de desenvolvimento se reduziu bastante, aspecto bastante positivo. Diferentemente do passado, hoje é relativamente pequeno o número de companhias em situações em que a dívida indexada à moeda

---

<sup>24</sup> O caso brasileiro e o papel dos insiders nos retornos dos programas de recompra foram abordados por Bernardo Prôa Bressane & André Carvalho, 2016 em “A Relação Entre Os Programas De Recompra De Ações, O Comportamento Dos Insiders e a Governança Corporativa No Brasil,” Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia ANPEC, <https://ideas.repec.org/p/anp/en2015/135.html>

<sup>25</sup> O restante das operações da Gerdau, no Brasil, na América Latina e de Ações Especiais equivalem a pelo menos o mesmo valor das operações da América do Norte.

<sup>26</sup> “Covenants” são as condições impostas pelos credores para criar limitações no uso do fluxo de caixa das empresas e eventualmente forçar o vencimento antecipado da dívida.



externa representa um risco relevante, quando seu fluxo de caixa é majoritariamente em moeda local.

No entanto, apesar dessa evolução positiva do mercado de crédito, os juros altos e voláteis, e ainda a fragilidade macroeconômica fazem com que uma postura conservadora por parte das empresas e uma avaliação cuidadosa por parte dos investidores sejam importantes para a geração de retornos consistentes a longo prazo. Acreditamos que, de forma geral, as empresas minimizam as vantagens de ter um balanço patrimonial com menor endividamento, especialmente em momentos de crise, quando as melhores oportunidades aparecem. Os benefícios de poder agir de forma racional e agressiva na crise podem gerar ganhos que mais que compensam os ganhos com a alavancagem financeira, sem falar na mitigação de seus riscos. Em setores como o imobiliário, por exemplo, agir de forma anticíclica pode amplificar os retornos ao longo do tempo. Parte do mérito do nosso investimento na Cyrela se baseia nisso. Outro caso emblemático do nosso portfólio é a Rede D'Or, que se encontra em posição operacional, estratégica e financeira privilegiada para continuar crescendo em um momento de crise e reestruturação do setor hospitalar. A compra da companhia Sul América de seguro e saúde, assim como a aliança para desenvolver novos hospitais com a Bradesco Saúde, prepara a companhia para uma nova fase, agora em um ambiente bem menos competitivo.

Tradicionalmente, o mercado de dívida avalia a qualidade do crédito comparando o valor do endividamento das empresas com o seu lucro antes da depreciação, impostos e despesas financeiras líquidas, o chamado EBITDA sendo essa considerada a principal métrica de sanidade financeira. Mudanças nas regras contábeis que passaram a tratar os contratos de leasing como endividamento, assim como diferenças no perfil da geração de caixa de acordo com cada setor e com o estágio de desenvolvimento de cada companhia, fazem com que tal métrica e sua comparabilidade entre empresas possua utilidade limitada. Adicionalmente, artifícios como a antecipação de recebíveis, linhas de risco sacado e a emissão de ações preferenciais resgatáveis distorcem ainda mais essas avaliações. Em alguns casos, várias métricas de alavancagem financeira precisam ser elaboradas baseadas na mesma medida, cada uma levando em consideração um escopo diferente<sup>27</sup>, quase como se a mesma empresa possuísse realidades diferentes, com cada stakeholder examinando a situação de um ângulo distinto. Gostamos de lembrar do velho ditado: “receita é vaidade, lucro é sanidade, e o caixa é o rei”, sendo que alguns vão mais longe, dizendo: “o lucro é uma opinião, o caixa é um fato”<sup>28</sup>. Nesse sentido, nossa medida preferencial de avaliação do risco de crédito é comparar a dívida com a geração de caixa recorrente, antes dos investimentos em expansão que ainda são discricionários à decisão da companhia.

No entanto, ao interagir com as companhias, nos confrontamos frequentemente com uma avaliação de risco do endividamento com alcance limitado, muitas vezes fundamentados em métricas que não representam a realidade e com justificativas baseadas na opinião de agentes externos, sejam eles

---

<sup>27</sup> Como por exemplo, métricas de alavancagem medidas pelo covenant da dívida, com arrendamento e sem arrendamento, ajustes para antecipação de recebíveis ou para a existência de ações preferenciais resgatáveis, ajustes para participações de minoritários ou itens não recorrentes etc.

<sup>28</sup> “Revenue is vanity, profit is sanity, but cash is king.” (autor desconhecido). “Profit is an opinion. Cash is a fact.”, dizia o ex-CEO da Reckit Benckiser, Bart Becht.

bancos, agências de rating ou investidores de crédito. O “espírito animal” dos empresários e a pressão por resultados dos CEOs muitas vezes gera uma complacência que nos parece inadequada ao ambiente econômico em que vivemos e ao mercado bancário concentrado. Embora o mercado de crédito tenha evoluído, ganhando profundidade e dinamismo, os riscos do endividamento inadequado continuam sendo muito presentes, ainda mais em um ambiente econômico tão volátil.

Como investidores, devemos avaliar caso a caso, com base nos méritos e na capacidade de cada empresa. Do ponto de vista qualitativo, a forma como uma companhia autoavalia sua capacidade de pagamento da dívida e como se estrutura para conviver com bons e maus momentos dá sinais da qualidade da gestão e do seu cuidado com a criação e a preservação do valor a longo prazo.

Entre as principais posições do portfólio, Auren e Cosan são as duas empresas que estão com níveis de dívida acima do que consideramos saudável e que demandam monitoramento próximo. A Auren tomou a decisão consciente de financiar a aquisição da AES com dívida, confiante de que os riscos ficam mitigados com a ausência de grandes investimentos nos próximos anos, um portfólio de energia bem contratado e, portanto, uma forte geração de caixa e capacidade de redução rápida do endividamento. A Cosan, no entanto, não mediu bem seus riscos nem executou bem seus planos, conforme já mencionamos anteriormente. Apesar disso, foi capaz de alongar o prazo de sua dívida, com custos baixos, ganhando tempo para reposicionar seu portfólio.

### **Atualização sobre a estrutura operacional da 3 Ilhas e do Fundo**

Ao longo do primeiro semestre fizemos a conversão de todos os fundos da 3 Ilhas para a nova regra da CVM que regula o funcionamento dos fundos de investimento (Resolução 175). Acreditamos que fomos um dos primeiros grupos de fundos a tomar essa medida. Para os investidores menos familiarizados com tais regras, a mudança traz avanços significativos para a indústria e aproxima o mercado brasileiro de fundos dos mercados internacionais. Entre os principais pontos, vale destacar: a equiparação do gestor ao administrador como prestador de serviços essenciais, permitindo que ambos possam constituir e registrar fundos e se responsabilizar pela contratação dos demais prestadores de serviços; estrutura multiclassificada que traz maior flexibilidade e eficiência para o desenho das estruturas de investimento; responsabilidade limitada nas classes; possibilidade de investimento de até 100% do patrimônio líquido no exterior; mecanismos de gestão de liquidez (cisão e barreira de resgate); transparência para o cotista das taxas de gestão, administração e distribuição dos fundos. A não ser pelas mudanças compulsórias relativas a essa nova regulamentação da CVM, as regras válidas para os investidores do Fundo não foram alteradas.

No que tange à equipe da 3 Ilhas, o grupo continua com a mesma formação de quando começamos em janeiro de 2023. Ao longo desse período, continuamos aperfeiçoando nossos instrumentos de análise e nossa capacidade de dialogar e discutir casos de investimento, sempre com o objetivo de obter a melhor escolha possível em prol dos objetivos do Fundo e do interesse dos nossos investidores.

\*\*\*

O 3 Ilhas FIA terminou 2024 com 97% do seu patrimônio investido em ações, o que representa muito bem a nossa convicção de que os retornos de longo prazo esperados para o nosso portfólio compensam, e muito, as alternativas de retorno existentes na renda fixa. O universo de

oportunidades de investimento em ações é abundante e temos nos deparado com vários novos casos potencialmente interessantes, que competem por espaço no nosso portfólio. Um bom sinal. Embora não tenhamos expectativa de uma melhora no ambiente de investimento nos próximos anos, acreditamos que a melhor postura para um investidor como a 3 Ilhas é focar nas empresas do portfólio, avaliando continuamente seus riscos, sem se deixar levar pelos movimentos de curto prazo do mercado acionário.

Agradecemos a confiança na 3 Ilhas, especialmente neste momento de maus resultados, e ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais, sabendo que, como sempre, o debate e a troca de ideias nos ajudam a evoluir em nossa maneira de pensar e agir.

Atenciosamente,

3 Ilhas Investimentos

[www.tresilhasinvestimentos.com.br](http://www.tresilhasinvestimentos.com.br)

As informações contidas neste material têm caráter meramente informativo e não constituem oferta de venda de fundos e tampouco indicação ou recomendação para compra ou venda de cotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimentos, o anexo – classe e o apêndice subclasse, conforme o caso, antes de investir seus recursos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A 3 Ilhas Investimentos, seus administradores, sócios e funcionários não se responsabilizam pela publicação accidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da 3 Ilhas Investimentos. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

