

## O Sonho

Em 2018 nascia a Alpha Key, nossa gestora de renda variável Brasil. A situação, como sempre no país, era longe de trivial para novos empreendedores, afinal vínhamos de um processo de impeachment, a maior recessão da história recente (-7.2% no PIB em 2015 e 16), um frágil governo de transição e uma eleição que embora promissora, trazia consigo inúmeras incertezas, sem mencionar cicatrizes antigas (empresas do grupo X, PDG entre muitas outras) que ainda causavam calafrios ao serem mencionadas.

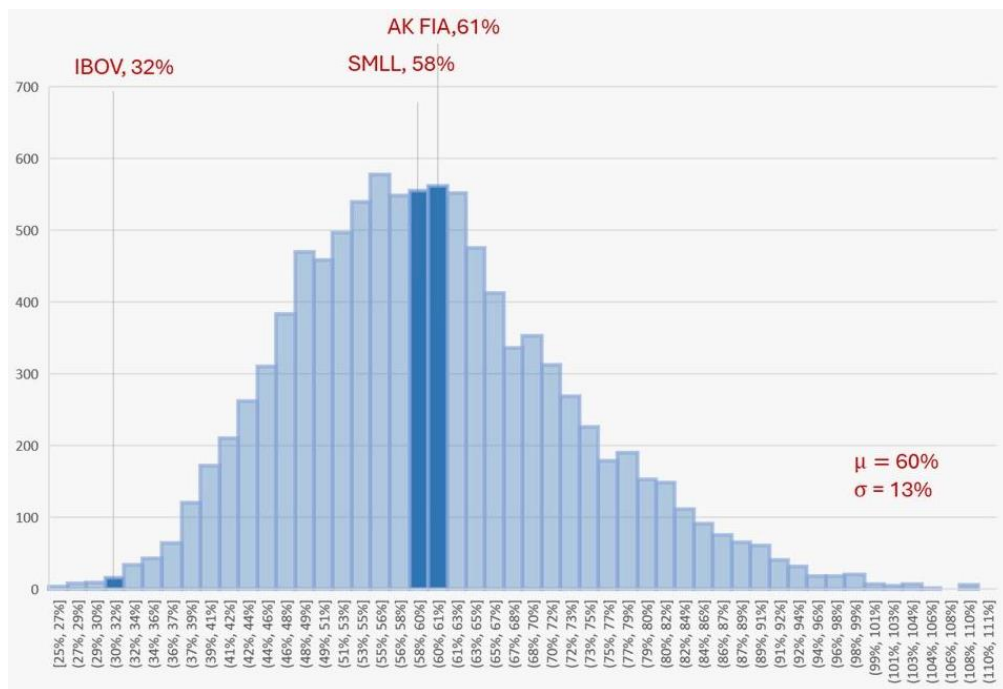
Do lado micro a batalha não seria menos difícil, afinal os “*New Kids on The Block*”, ainda com pouca experiência na gestão de recursos de terceiros precisavam mostrar algum diferencial num ambiente altamente competitivo e repleto de pessoas competentes. No entanto, antes mesmo de gestores de recursos estávamos agora com o chapéu de empresários. Além de excelência em gestão, precisávamos construir uma *partnership* que conciliasse meritocracia, alinhamento, crescimento, perenidade e baixo *turnover*. O desenho final teve inspiração no modelo Hedging-Griffo somado a contribuições advindas da experiência de cada sócio.

Assim ingressávamos na indústria de gestão, entusiasmados com os primeiros passos empresariais, cercado de ótimos profissionais e ainda “ancorados” por um dos mais renomados *family offices* do país a quem, sem nenhuma dúvida, devemos a nossa existência pelo apoio irrestrito dado desde o início da jornada. Foi com muita serenidade que tomamos a decisão de ficar praticamente um ano voltados da porta para dentro, visando construir do zero os *frameworks* de análise, gestão e a própria condução do dia-a-dia da *partnership*, afinal *risk comes from not knowing what you're doing* (Warren Buffett) ou em bom português: treino é treino e jogo é jogo. Mais adiante veríamos que talvez esta tenha sido uma das mais acertadas decisões empresárias que tomamos, em um caso clássico, mas não óbvio, de conflito entre incentivos de curto e longo prazos.

Ao fim de 2019 tínhamos o primeiro ano calendário completo e com ele incríveis e inimagináveis 61% de retorno em nosso principal produto vs. 32% do Ibovespa. Pelo fato de ser um portfólio muito diversificado (maior posição próxima a 10% da carteira) a atribuição veio de dezenas de empresas de diversos setores da economia, o que nos fazia acreditar que, mesmos impulsionados por um Brasil melhor, estávamos no caminho certo. Olhando pra trás no entanto, hoje temos a clara percepção que apesar do enorme retorno, obtivemos um desempenho mediano, sem falsa modéstia. Um portfólio aleatório apresentou um retorno médio de +60%, muito próximo dos +58% do índice Small Cap (e dos

nossos +61%). 2019 foi um ano *outlier* sem dúvida, mas principalmente pelo fato do Ibovespa subir muito abaixo da média (inferior a 2 desvios). O histograma abaixo (já enviado em outras ocasiões) mostra o resultado de uma simulação de Monte Carlo com 10 mil portfólios aleatórios, cada um com 20 ações (5% em cada) aplicado ao ano de 2019.

### Simulação com 10 mil portfólios aleatórios em 2019



A decisão de construção mais parcimoniosa e que envolveu também abrir o fundo a novos investidores apenas no final de 2019 se mostrou correta. A ausência de foco na captação durante os primeiros 12 meses nos manteve afastados da euforia que impulsionou diversas gestoras. Muitas dessas casas cresceram de dezenas de milhões para múltiplos bilhões em ativos sob gestão, frequentemente de forma imprudente, considerando o perfil de risco de seus produtos. Esse crescimento acelerado resultou, posteriormente, em perdas significativas para milhares de investidores. Paradoxalmente, o fato de termos tido mais prudência se mostrou como uma vantagem, afinal enfrentamos o duro golpe do ajuste da pandemia com um tamanho mais adequado. Essa experiência nos proporcionou um importante alerta, reforçou nossa diligência e disciplina e, sobretudo, promoveu uma mudança estrutural na forma como entendemos a gestão de produtos de renda variável no Brasil. Esse novo posicionamento tem gerado resultados superiores nos últimos anos.

Durante o período de euforia, também fomos abordados por diversas propostas atraentes, sendo a mais significativa a oferta de 50% da participação societária da empresa em troca de até R\$ 1 bilhão em alocação, com prazo mínimo estabelecido. Caso tivéssemos aceitado essa proposta assumindo um passivo volátil de curto prazo, provavelmente não estaríamos mais atuando na gestão de recursos atualmente, como ocorreu infelizmente com alguns de nossos concorrentes. Permanecemos satisfeitos por termos tomado decisões empresariais prudentes mesmo diante das adversidades, o que nos proporcionou fôlego para continuar nossa trajetória e fortalecer a realização de nosso propósito.

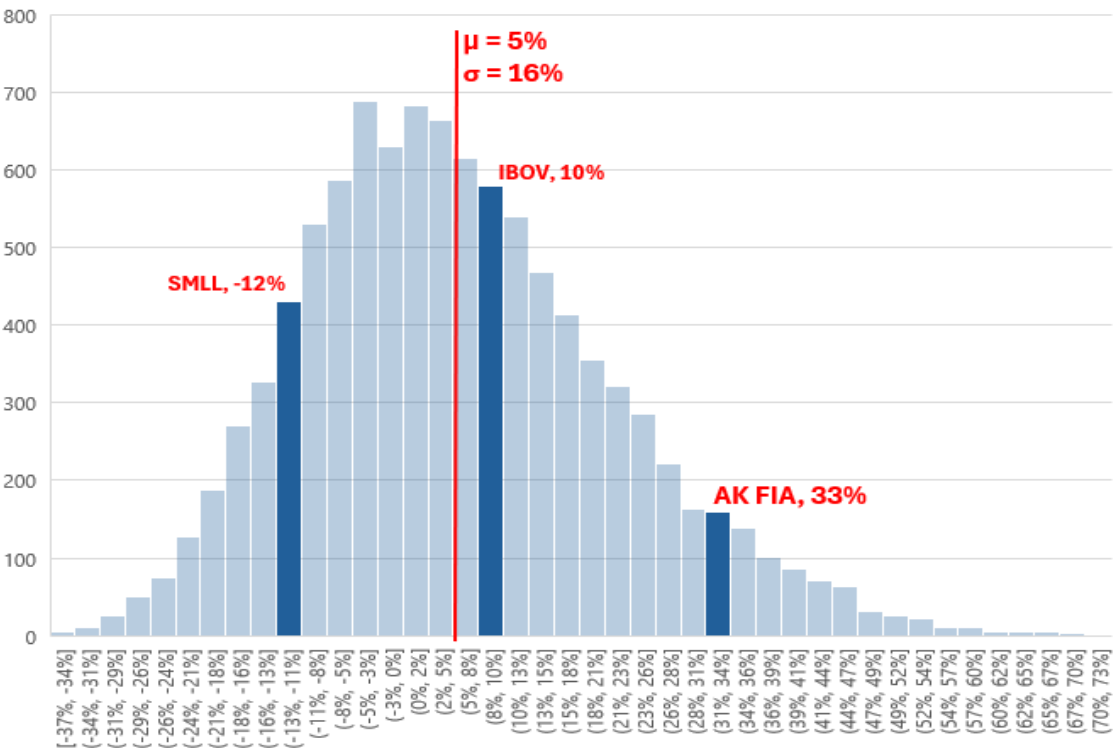
## A Realidade

Entre 2018 e 2023, a gestora enfrentou diversos cenários que impactaram o mercado financeiro e o contexto econômico do Brasil. Passamos por um *bull market outlier* (2019), pandemia, juros de 2% no Brasil e zero nos EUA, alternância entre governos de direita e esquerda, inflação elevada, conflitos internacionais, enfraquecimento das economias da China e Europa, valorização excessiva das empresas de tecnologia, um prolongado *bear market* no Brasil e, no âmbito microeconômico, mudanças regulatórias, tributárias e fusões com desafios culturais, fatores que, em sua maioria, reduziram o valor das empresas listadas.

Diante desse ambiente cada vez mais complexo, tivemos de nos adaptar. Fizemos e refizemos incontáveis *postmortems* com a finalidade de evitar os erros passados. Evoluímos consideravelmente o processo de análise e forma de construção de carteira. Decidimos alocar parte do portfólio em posições mais táticas, explorando nosso conhecimento em *trading* aliado ao relacionamento sólido construídos com as empresas do portfólio para ajustar e calibrar o tamanho das posições. Ampliamos ainda mais o escopo das posições vendidas, que passaram a ter um papel crucial na redução de risco e geração de alfa. Além disso, passamos a ter confiança para aproveitarmos oportunidades assimétricas por meio de fundos (*Special Sit*) dedicados a um ativo específico.

Essa capacidade de adaptação foi fundamental para o desempenho de nossos fundos nos últimos anos. Destacam-se os retornos superiores do Ações (que alguns consideram como *Long Biased*), o sucesso dos fundos *Long & Short* (FIM e FIA) e do segundo *Special Sit* (fundo de ativo único) e o fato de termos terminado 2024 com captação líquida positiva (algo difícil por conta do ambiente). Esses resultados refletem a evolução da nossa *partnership* tanto no aspecto empresarial quanto na gestão de recursos. Abaixo pode-se ver a mesma simulação de Monte Carlo, agora aplicada ao biênio 2023/2024 onde apresentamos no Ações um resultado quase 2 desvios acima da média.

Simulação com 10 mil portfólios aleatórios no biênio 2023 / 2024



Fonte: BBG. Escopo: Ações do IBX e SMLL

Reconhecemos que a realidade do mercado difere substancialmente das expectativas iniciais. No entanto, estamos mais preparados e completos para seguir nossa trajetória de longo prazo, com potencial para nos destacarmos ainda mais. O estudo a seguir evidencia a expressiva destruição de valor na Bolsa brasileira nos últimos três a quatro anos. Ressalta também a redução do universo de investimentos em renda variável na B3, agravada pela diminuição do *free float* devido a programas de recompra de ações, desvalorizações históricas e o colapso da onda de IPOs. Esse cenário oferece uma perspectiva clara sobre o potencial de valorização quando o ambiente macroeconômico se estabilizar.

“Vai faltar ação na Bolsa na hora que o mercado virar”

Impulsionados pela recuperação econômica global pós-pandemia e pelos estímulos fiscais e monetários sem precedentes, o Brasil iniciou 2021 com taxas de juros em níveis historicamente baixos. Esse cenário resultou na maior captação de novos investidores e de recursos para fundos de ações locais. O sinal de alerta para o excesso de otimismo surgiu com a realização de 45 ofertas públicas iniciais (IPOs) na B3 ao longo de 2021, majoritariamente de empresas com baixa capitalização e pouca preparação para o ambiente de companhias listadas. Ações como ESPA3, DOTZ3, TRAD3, MBLY3, IFCM3, WEST3, AGXY3, LVTC3 e MODL11 ocasionaram perdas permanentes (algumas acima de 99%) para milhares de investidores. Entretanto, algumas empresas dessa safra demonstraram capacidade de adaptação e crescimento, como Orizon, Elemidia, GPS, BR Partners e 3 Tentos.

Desde o último IPO realizado em setembro de 2021 (VITT3), mais de três anos se passaram sem novas listagens na B3. Em janeiro de 2022, o Brasil contava com 385 empresas listadas, número que caiu para 335 atualmente. Isso representa uma redução de aproximadamente 15% no total de companhias listadas, além de ser um número bastante inferior aos 430 fundos imobiliários negociados localmente. Essa diminuição decorreu de essencialmente dois fatores: fusões e aquisições (XP e Modal, Fleury e Pardini, Auren e AES, Aliansce Sonae e BR Malls, Rede D'Or e SulAmérica) e fechamento de capital (Sinjia, Boa Vista, Santos Brasil, Wilson Sons, Clear Sale, Elemidia e Cielo).

Empresas por faixa de capitalização

Market Cap (R\$ bi)		Qtde. De Empresas				Delta
Mín	Máx	Jan-22		Hoje		
0	1	155	40.26%	147	43.88%	-8
1	2	46	11.95%	42	12.54%	-4
2	5	63	16.36%	48	14.33%	-15
5	10	46	11.95%	32	9.55%	-14
10	20	33	8.57%	23	6.87%	-10
20	50	25	6.49%	25	7.46%	0
50	-	17	4.42%	18	5.37%	1
Total		385	100%	335	100%	-50

Fonte: BBG e B3

De posse dessas informações, fizemos uma segunda observação: colocando uma barra “mínima” para empresas com capitalização de mercado acima de R\$300 mi, chegamos em apenas 218 companhias que estariam de fato dentro do radar da vasta maioria dos investidores vs. 254 em 2022. Apenas como efeito de comparação só no ano de 2024 a Índia teve quase mais IPOs (334) do que todas as empresas listadas no Brasil e Polônia atualmente conta com mais de 400 companhias na bolsa de Varsóvia.

## Investíveis

Market Cap (R\$ bi)		Qtde. De Empresas				Delta
Mín	Máx	Jan-22		Hoje		
0.3	2	86	33.86%	91	41.74%	5
2	5	54	21.26%	40	18.35%	-14
5	10	44	17.32%	28	12.84%	-16
10	20	28	11.02%	19	8.72%	-9
20	50	25	9.84%	22	10.09%	-3
50	-	17	6.69%	18	8.26%	1
Total		254	100%	218	100%	-36

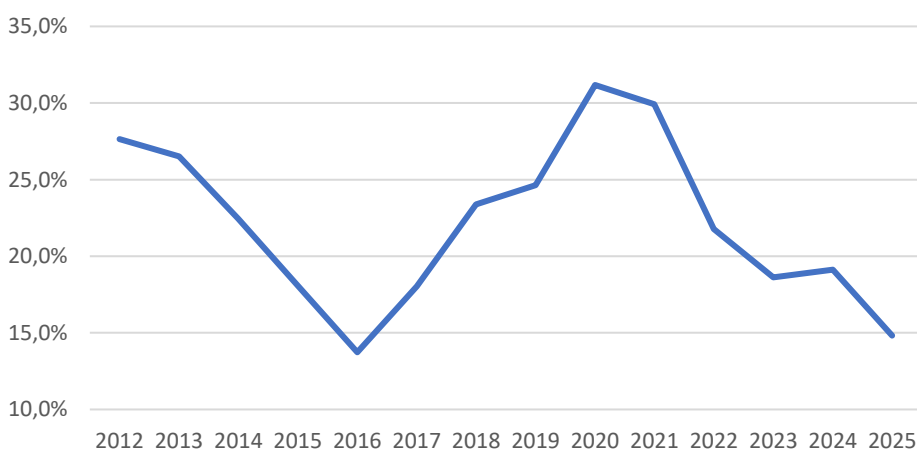
Fonte: BBG e B3

Os primeiros resultados assustam negativamente: 42% desse universo, em número de empresas, vale menos de R\$2 bi ou aprox. US\$300 mi; outros 18% estão entre R\$2 e R\$5 bi fazendo com que praticamente 60% da listagem na B3 esteja nesses 2 grupos. Avançando mais uma casa, a realidade fica clara: quase 75% não passa de R\$10 bi de valor de mercado.

Partimos então para uma nova rodada, mirando chegar na variação do *free float* nos últimos 3 anos (*free float* representa o universo de ações que não estão em posse dos controladores). O valor de mercado de uma empresa pode ser reduzido por alguns motivos, sendo que os mais comuns são: queda no preço das ações, pagamento de dividendos (o acionista recebe o valor e o preço “cai” posteriormente na mesma proporção) e cancelamento de ações recompradas. Uma empresa pode utilizar o próprio caixa para recomprar ações em circulação. Posteriormente as ações, na maioria dos casos, são canceladas, reduzindo assim o número existente e por consequência, o valor de mercado da companhia como um todo. A recompra é um instrumento similar ao dividendo, pois aqueles acionistas que não vendem acabam obtendo um percentual maior da companhia após o cancelamento. Observar o tamanho do *free float* é importante pois é ele que indica o universo potencial a ser investido. A Saudi Aramco por exemplo, maior petroleira do mundo avaliada em US\$1.8 tri tem um *free float* de apenas 2.4% de todas as suas ações (o governo saudita detém o restante).

Constatamos assim que o tamanho do *free float* (desconsiderando Petrobras), caiu aproximadamente 13% ante Janeiro de 2022, algo em torno de R\$260 bi (R\$1.96 para R\$1.7 tri). Essa queda se dá pela combinação de redução no preço, dividendos pagos e recompras. Em nossas estimativas, somente as recompras “enxugaram” algo como R\$60 bi. Olhando os dados da B3, fica evidente que pessoas físicas e jurídicas foram os compradores finais dos últimos anos por conta das vendas massivas de institucionais locais e estrangeiros. Outro número que chama bastante atenção é a relação desse montante com o M4, o agregado monetário mais amplo que engloba fundos, títulos públicos, depósitos etc. Se de um lado essa queda no *free float* de 13% parece pequena, de outra há de se ressaltar que os juros no Brasil são altos e que o estoque de M4 cresce anualmente numa velocidade considerável e acima do CDI. O gráfico abaixo mostra a relação entre *float* e M4 (incluindo Petrobrás). O valor atual se assemelha apenas ao momento mais agudo da crise de 2015/2016.

Free Float / M4, ao início de cada ano



Fonte: BBG

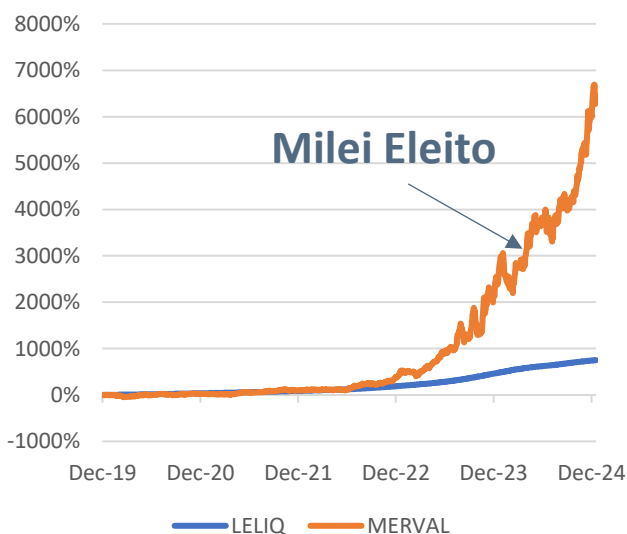
A foto final, portanto, mostra um universo de pouco mais de 200 ações, das quais 160 valem menos de R\$10 bi. A capitalização de mercado, de R\$ 3.4 tri ex-Petrobrás, assusta pelo lado negativo visto que em dólares (menos de USD 600bi) a Bolsa brasileira toda vale em torno de 18% do *market cap* da Apple. O volume de M4 (atualmente em R\$13.3 tri) segue crescendo a passos largos e será superior a R\$17 tri ao final do ano que vem, ao mesmo tempo em que o montante investível das empresas continua diminuindo. Além desse fator de natureza técnica, julgamos que o *valuation* de muitas empresas do nosso universo de cobertura estão em níveis poucas vezes observados. Essa combinação não implica que o preço não possa cair ainda mais, ela apenas constrói um ambiente mais assimétrico em termos probabilísticos.

Ano que vem teremos eleições presidenciais e acreditamos que ao longo de 2025 o mercado passe a precificar alguma probabilidade de alternância de poder. Não sabemos qual será o desfecho eleitoral,

mas acreditamos que caso haja uma troca de governo, o Ibovespa deveria negociar acima dos 200k pontos. Se a chance disso acontecer for perto de 50% (eleições provavelmente competitivas), o preço justo do Ibovespa hoje deveria ser acima dos 120k atuais.

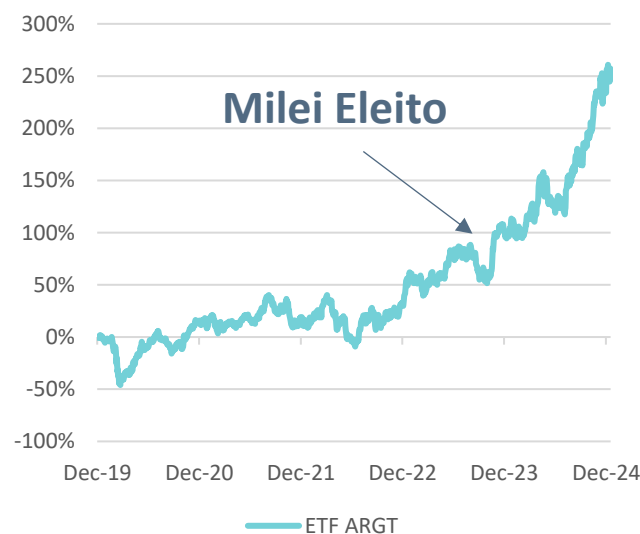
Mesmo sem nenhum sinal de um governo reformista e ousado, as mínimas dos mercados na Argentina se deram um ano e meio antes do pleito, muito antes de qualquer possibilidade de alguém como Milei subir ao poder, simplesmente pela reponderação de probabilidades da não-continuidade do Kirschnerismo. O mercado de juros atualmente no Brasil precifica uma SELIC alta para sempre, por conta de uma inflação também alta para sempre. No entanto, o mercado acionário precifica que as empresas, quase todas líderes em seus segmentos, perderam a capacidade de qualquer repasse real, algo que discordamos. Até mesmo para quem acha que o processo de Argentinização já começou no Brasil, vale mencionar que o Merval teve um desempenho superior à Leliq (taxa de juros que chegaram a patamares acima de 100% ao ano) mesmo antes da eleição de Milei, justamente pela capacidade que as empresas tem de repassar a inflação de fato, independente do que o governo faça com os juros de curto prazo ou com estatísticas que mascarem a realidade. Sem dúvida a discussão entre investir no Brasil ou em mercados desenvolvidos é pertinente, no entanto a afirmação de que o CDI será indiscutivelmente melhor que a Bolsa daqui em diante nos parece precipitada. Agradecemos a confiança depositada ao longo desses oito anos. Desejamos a todos um excelente 2025.

Retorno acumulado em ARS desde Dez/19



Fonte: BBG

Retorno acumulado em USD desde Dez/19



Fonte: BBG

Aos nossos clientes e parceiros, obrigado pela confiança.

Alpha Key Capital Management