



S K O P O S  
**BLUE BIRDS**  
TOP PIX FIA

Carta Mensal  
Janeiro 2024

## Prezados investidores,

Em janeiro, o fundo apresentou a rentabilidade negativa de 7,00%. A maior parte do impacto negativo do período derivou das posições em Vale, Gerdau, Suzano e Porto e os impactos positivos vieram das posições em Vulcabrás e Grupo Mateus.

### Movimentações:

Ao longo do mês, montamos posição em Vulcabras e Grupo Mateus, além de reduzir a posição em Vivara. A redução de Vivara se deu por encontrarmos opções mais atrativas para nosso capital, estando a empresa com um desconto menor do que aquele que víamos antes.

Seguimos com a empresa em portfólio, pois ainda vemos um *gap* entre seu valor intrínseco e seu preço, mas entendemos que já era hora de reduzir a exposição. Quanto às novas posições, dedicaremos essa carta a Vulcabras e, no mês posterior, a Grupo Mateus, trazendo os principais detalhes da empresa.

### Comentário sobre o mês de janeiro:

O mês de janeiro foi marcado por movimentos muito negativos, principalmente para os ativos relacionados à China. O Brasil, que para muitos investidores internacionais uma é uma *proxy* da economia chinesa, sofreu muito nesse sentido, com a saída de capital estrangeiro da bolsa e com ativos diretamente relacionados a *commodities* sendo muito afetados. Isso fica evidente quando olhamos para o IMAT (Índice de Materiais Básicos), que teve queda de 9,67% no mês.

Certas empresas, como a Vale, sofreram ainda mais, devido a questões locais. Mesmo apresentando um de seus melhores resultados operacionais dos últimos anos, batendo o *guidance* de produção de minério de ferro e com preços realizados muito elevados, indicando bons resultados para o quarto trimestre de 2023, ruídos locais, somados ao sentimento ruim a respeito de China, afetaram a empresa.

O processo de sucessão da presidência da Vale, que deveria ter chegado a um veredito ainda em janeiro, foi atropelado por ruídos de interferência governamental, com especulações sobre pressões do governo para indicar Guido Mantega ao cargo de CEO.

Uma vez descartada a ideia, após repercussões extremamente negativas, foram imputadas à empresa quantias bilionárias adicionais relacionadas ao desastre de Brumadinho (algo que não estava no acordo inicialmente estabelecido, potencialmente adicionando R\$47 bilhões em reparações, que ainda podem ser contestados) e mais aproximadamente R\$26 bilhões a respeito da renovação de concessões de estradas de ferro no Sistema Norte.

Tudo isso ocorreu em um momento absolutamente conveniente, para dizer o mínimo, logo após o governo desistir de colocar o ex-ministro no comando da empresa. Com isso, a ação da Vale se depreciou em 12,23% ao longo do mês de janeiro, impactando a rentabilidade do fundo.

Além disso, a Gerdau seguiu sendo negativamente afetada, principalmente por perspectivas ainda ruins de melhora na economia chinesa, e uma potencial manutenção do ambiente extremamente hostil para siderúrgicas no Brasil. O movimento em Gerdau já nos parece motivado pela irracionalidade.

Se anualizarmos o EBITDA do quarto trimestre de 2023 (algo absurdo, dada a forte sazonalidade negativa do período) e aplicarmos um múltiplo de 5 vezes EV/EBITDA (banda inferior da média dos últimos anos, que gira em torno de 5 a 6 vezes), chegamos aos preços de tela. Com isso, tem-se o tato que tal precificação se mostra demasiadamente depreciada.

A Gerdau, ao longo de janeiro, anunciou o desinvestimento de duas *joint ventures* que têm nas operações da América Latina, pelo valor de R\$1,6 bilhão ou 4,8 vezes EV/EBITDA, aproximadamente 20% acima do múltiplo que a empresa negociava no momento do anúncio. Os recursos serão usados para financiar os investimentos que serão feitos na operação do Brasil ao longo dos próximos anos e que são grandes alavancas de geração de valor para a empresa.

Tais investimentos tem o potencial de adicionar R\$4 bilhões em EBITDA para a Gerdau até 2030, dos quais R\$600 milhões já foram capturados. Além disso, com a venda dos ativos supracitados, o endividamento líquido da empresa cai para próximo de R\$4 bilhões, abaixo de seu target de R\$6 bilhões.

Pela concentração de nosso portfólio, entendemos que meses como esse, onde o pessimismo e a irracionalidade tomam conta dos movimentos de mercado, tendemos a sofrer. Porém, a concentração não só nos faz ser ainda mais seletivos e diligentes, de forma a buscarmos apenas as melhores empresas, como nos permite capturar os

ganhos de capital em magnitudes elevadas quando eles ocorrerem, bem como recebermos bons dividendos quando estes são pagos.

Seguimos vendo uma carteira muito descontada em relação ao seu valor intrínseco conservadoramente calculado e composto por empresas de qualidade. Além disso, em casos como o da Gerdau, enxergamos as dificuldades como grandes oportunidades, visto que em momentos de crise, excelentes empresas tendem a se fortalecer e a gerar ainda mais valor quando as coisas melhorarem.

## Vulcabras

### A empresa

A Vulcabras é uma produtora de artigos esportivos, com foco em calçados, e administradora de marcas, com mais de 70 anos de experiência no mercado. A empresa é dona da Olympikus e licencia as marcas Mizuno e Under Armor (UA). Além disso, ela também produz botas de segurança da marca Vulcabras e vende, através da UA, vestuários e acessórios.

A Olympikus, maior marca da empresa em termos de volumes e receita, democratiza o acesso à tecnologia esportiva de ponta, oferecendo uma excelente proposta de valor. Consegue entregar variedade e qualidade a preços mais acessíveis, atingindo parcela relevante da população. A maior parte de seus produtos está na categoria de entrada, com preços mais baixos, mas a marca também é capaz de produzir calçados de elevado valor agregado, como o Olympikus Grafeno, o primeiro tênis feito de placa de grafeno do mundo.

A Mizuno, marca extremamente conhecida e com foco em corrida de alta performance, é referência em inovação. Apesar de ter modelos a preços mais baixos, ainda que acima de Olympikus, a marca é referência em modelos sofisticados, com preços mais elevados. Enquanto licenciada pela Alpargatas, a Mizuno passou por momentos difíceis, mas, após a aquisição pela Vulcabras, a custo de estoque, sua receita dobrou após dois anos. Hoje, com novas coleções, a marca já representa a segunda maior receita da Vulcabras, apesar de ainda terem espaço para reposicioná-la e capturar ainda mais valor.

A UA, diferente da Mizuno, ainda precisa se fazer conhecida no mercado nacional, apesar de ser uma das maiores marcas do mundo. Ela busca oferecer performance ao longo de toda a jornada do atleta, comercializando calçados, roupas e acessórios, focados em treino e basquete. Dada sua exposição e penetração nos pontos de venda

ainda pequena, a marca tem menor representatividade na receita da empresa, sendo a terceira em termos de contribuição.

### Reestruturação e foco em calçados esportivos

O processo se inicia em 2007, quando a empresa adquire a Azaleia, dona das marcas Olympikus e Azaleia. Com a aquisição, a Vulcabras cresce bastante e ganha escala inicialmente, mas se endivida muito e, nos anos seguintes, passa a sofrer com a competição de produtos importados.

Com a crise financeira, marcas estrangeiras passaram a deslocar seus volumes para o Brasil a preços muito baixos e a baixa competitividade da empresa fez com que seus resultados fossem muito impactados, com o auge sendo atingido em 2011. Com isso, entre 2012 e 2017 a Vulcabras passou por um grande processo de reestruturação, auxiliada pela consultoria Galeazzi.

Nesse período as operações da empresa foram revisitadas, de forma a gerar redução de custos, maior eficiência de mão de obra, racionalização e modernização do processo de produção, flexibilização da cadeia de suprimentos, melhora no posicionamento de seus produtos, fechamento de negócios não rentáveis e diminuição de despesas.

Após a aquisição da Azaleia, a Vulcabras tinha 26 plantas, que foram praticamente todas fechadas, sobrando apenas 3 delas à época. Também reduziram o número de funcionários de 36.000 em 2011 para 15.000 em 2017.

Daí em diante, a Vulcabras passou a focar em suas próprias marcas e na recuperação da rentabilidade. Com o “re-IPO” em 2017, a empresa reduziu sua alavancagem e passou a investir em fábricas modernas e a licenciar a UA e a Mizuno. Além disso, concomitante ao licenciamento da Mizuno, licenciou a marca Azaleia para a Grendene, alterando seu foco para ser uma empresa totalmente focada em artigos esportivos, principalmente calçados.

Com uma estrutura mais enxuta, fábricas modernas, marcas fortes e uma operação muito mais eficiente, a Vulcabras passou a gerar resultados consistentemente melhores. A complementariedade de suas marcas e as sinergias obtidas através do foco exclusivo no desenvolvimento, produção e venda dentro do *core business* fizeram com que a empresa se tornasse uma forte geradora de caixa, com margens elevadas e forte posição competitiva

### Capacidade produtiva e rede de distribuição:

A empresa tem uma extensa rede de distribuição, estando presente não só nos maiores *e-commerces* do país, mas também em 10.000 clientes ativos que contam com mais de 19.000 pontos de vendas. Cerca de 10% de suas vendas são realizadas pelo *e-commerce* próprio, que conta com um centro de distribuição de 11.500 m<sup>2</sup>, em Extrema (MG), para realizar as entregas.

Nos últimos 12 meses, a empresa produziu cerca de 25 milhões de pares e, em termos de volume de calçados esportivos, a Olympikus é líder de mercado e a Mizuno é a quarta colocada. A UA, apesar de ainda pequena no Brasil, é a terceira maior marca esportiva do mundo.

Diferente de seus competidores, a empresa é integrada, de forma que ela atua desde o desenvolvimento de produtos (P&D) até a venda ao consumidor final (*e-commerce*), apesar de o grosso de suas vendas serem para multimarcas.

Certos aspectos da produção, como cadarços e palmilhas, são adquiridos de terceiros, mas a maior parte de seus produtos vendidos é feita internamente, sem restrição em termos tecnológicos do que pode ser produzido. Os calçados que não têm escala o suficiente para justificar a produção interna, e toda a linha de vestuário são importados ou adquiridos de fornecedores locais.

Em sua estrutura, ela conta com duas fábricas, uma no Ceará e outra na Bahia, além de um centro de pesquisa e desenvolvimento no Rio Grande do Sul, onde conta com mais de 600 empregados. A fábrica da Bahia produz os modelos mais simples da Olympikus e Botas Vulcabras, enquanto a fábrica do Ceará produz os modelos da Mizuno, UA e os modelos mais sofisticados da Olympikus

Suas fábricas contam com tecnologia de ponta, presente apenas nas fábricas mais avançadas na Ásia, gerando elevado grau de automatização e eficiência de custos. Além disso, o foco total na produção de calçados esportivos fez com que sua operação fabril fosse extremamente otimizada, gerando enorme eficiência operacional. Dessa forma, junto a sua grande escala, a empresa é capaz de diluir muito seus custos fixos, gerando menores custos de produção.

De forma a otimizar ao máximo seus custos, a empresa tem um rigoroso controle dos custos incorridos na fabricação de cada calçado. Cada modelo desenvolvido e testado tem determinado quanto tempo de mão de obra será destinado a ele em cada setor de produção e a quantidade de cada material que será usado em sua confecção.

Dessa forma, há uma medição teórica de quanto tempo trabalhado será alocado em cada modelo e os custos de cada componente de sua fabricação. Conforme o produto é escalado, é comparado o orçamento teórico com o realizado. Com isso, são capazes de entender se o processo de fabricação está sendo o mais eficiente possível e, caso não esteja, fazem os ajustes necessários na estrutura de custos e produção.

Além disso, com base nos custos de produção e na análise da rentabilidade proposta para cada modelo, chegam ao preço em que o produto será vendido. Dessa forma, não só os custos, mas as margens de cada produto são consistentemente analisadas e otimizadas.

Do ponto de vista de P&D, a empresa emprega mais de 600 funcionários, que vão de designers a pesquisadores e engenheiros. O foco desses funcionários vai desde o desenvolvimento de produtos até a melhoria de processos, modernização e teste de tecnologias, desenvolvimento de matérias primas, engenharia industrial etc., tudo feito usando tecnologia de ponta.

A robusta capacidade e *know how* em P&D permitiu que a Vulcabras desenvolvesse produtos localmente, tanto para a Mizuno quanto para a UA. Os produtos desenvolvidos pela empresa, após aprovação das respectivas matrizes, começam a ser produzidos em suas fábricas.

Tão importante quanto a capacidade de produção e desenvolvimento é o contato do time de P&D e o time comercial. O time comercial é responsável por determinar os *inputs* para o desenvolvimento, dizendo quais são os modelos de cada categoria da pirâmide de preços devem ser desenvolvidos, em que parte da pirâmide esse modelo deve ser ofertado, o estilo de produto etc.

O time de desenvolvimento, então, seguindo as especificações do time comercial e tendo em vista a pirâmide de preços, passa a pensar em como desenvolver esse produto, quais tecnologias podem ser usadas e assim por diante. O trabalho é feito em conjunto de forma a gerar o portfólio de produtos mais completo e rentável possível.

#### Diferencial competitivo - Verticalização:

Para que a Vulcabras possa competir com marcas tão fortes como a Nike e a Adidas, ela entendeu que precisaria de algum tipo de diferenciação. Tal diferencial se dá através da verticalização de suas operações, de forma que a empresa é capaz de ser mais ágil

e flexível do que a concorrência, gerando não só melhores condições para seus clientes, como a possibilidade de menores remarcações e maior acessibilidade aos produtos.

Diferente da concorrência, que terceiriza a produção localmente ou importa, a Vulcabras produz a maior parte de seus produtos internamente, gerando maior agilidade no desenvolvimento, produção e disponibilização de seus produtos para seus clientes.

Mesmo com as estruturas fabris e de desenvolvimento não estando fisicamente interligadas, e Vulcabras é capaz de realizar todo o processo de desenvolvimento, teste, produção e entrega do produto no ponto de venda em apenas 4 meses, contra 12 meses necessários para a concorrência.

Dessa forma, a empresa é capaz de identificar novas tendências no mercado e, rapidamente, disponibilizar esse produto para os clientes finais, seja via seu e-commerce, seja via as lojas multimarcas. Além disso, ela também é capaz de reabastecer os estoques de seus clientes dentro de aproximadamente 5 semanas, gerando uma rápida resposta à demanda e aumentando a assertividade. A concorrência, por sua vez, leva cerca de 6 meses para realizar a reposição de estoques.

Outro ponto importante é o fato de a Vulcabras trabalhar com uma grade de pedidos mais flexível do que a de seus concorrentes. Os clientes da empresa podem fazer pedidos a partir de 6 pares, enquanto outras marcas exigem que os pedidos sejam realizados a partir de 12 pares.

A agilidade e flexibilidade da empresa permitem que seus clientes reponham seus inventários rapidamente e carreguem estoques menores, podendo reabastecer a mesma coleção, se necessário, de duas a três vezes. Com isso, reduzem o risco de que o cliente tenha que recorrer a liquidações, potencializando suas vendas e sua rentabilidade.

A capacidade de abastecer seus clientes quase que mensalmente é uma enorme vantagem competitiva da empresa. Evita que o cliente faça grandes apostas ao não o obrigar a se comprometer com grandes volumes de estoques, sendo um diferencial ainda maior em tempos de incerteza. Tal modelo, porém, é altamente complexo e mostra o *know how* e a capacidade industrial da Vulcabras.

Além disso, a Vulcabras tem uma enorme rede de informação, adquirida através de seus clientes multimarcas. Recebem informações das lojas, ajudando na reposição dos modelos que mais vendem. A Vulcabras passa a ser capaz, através de sua área de inteligência de mercado, de sugerir, com base nas informações recebidas dos clientes,



quais os produtos que mais estão sendo demandados e quais devem ser repostos em seus estoques. Indicam também aqueles que não devem ser repostos, pois serão substituídos por novos modelos ou por não terem um giro adequado.

#### Expectativas e oportunidades:

O ano de 2023 foi extremamente desafiador, devido ao elevado nível de estoques de seus concorrentes, que gerou um mercado extremamente promocional. Dada a racionalidade da Vulcabras, a concorrência com produtos promocionais se torna muito difícil, principalmente em um ambiente de renda disponível comprometida, de forma que o cliente opta pelo menor preço.

Isso fica ainda mais difícil quando se tem em vista a estratégia da empresa de vender coleções atuais a preços cheios, dando desconto apenas para modelos de coleções passadas. A Vulcabras entende que isso não só é uma forma de disciplinar o mercado, como de sustentar a percepção de valor do produto. Uma vez descontado, o cliente entende que aquele é o novo nível de preço do produto em questão, gerando perdas relevantes de volumes uma vez que a precificação é ajustada.

Mesmo assim a empresa gerou excelentes resultados, com ganhos expressivos de margem e geração de caixa. Apesar de esperarmos uma melhora no ambiente competitivo, de forma conservadora, a Vulcabras se prepara para um ano de 2024 semelhante ao de 2023, com foco na proteção da rentabilidade. Entendemos que em um ambiente competitivo normalizado, com maior disponibilidade de renda e juros mais baixos, a empresa tende a apresentar resultados ainda melhores.

Além disso, com a entrada em novos segmentos, como o de chuteiras da Mizuno, a ampliação de calçados de maior performance na Olympikus e a coleção militar na UA, a empresa ainda apresenta boas perspectivas de crescimento à frente. Outro ponto importante é a reconstrução da imagem da Mizuno, que tende a gerar um mix de maior de valor agregado, acarretando preços e margens superiores.

Entendemos também que a empresa está em um mercado em crescimento, não só com a prática esportiva e o consumo per capita de calçados esportivos ainda baixos frente a outros países, mas também por ser um produto substituto, com o uso de calçados esportivos indo além de apenas do momento da prática do esporte.

Tendo um parque industrial moderno e com capacidade de expansão da produção, a empresa não tem grandes necessidades de CAPEX, mesmo com perspectiva de

crescimento à frente. Sendo assim, sem que haja novas oportunidades de investimento, sua forte geração de caixa deve se traduzir em retornos ao acionista. O “empocamento” de caixa não é uma opção.

Vemos a empresa muito bem gerida, tocada pelos acionistas controladores, que possuem, junto a pessoas relacionadas a eles, mais de dois terços da companhia, e que conta com um time de gestão experiente. Enxergamos também uma empresa mal precificada, com uma cultura de baixo endividamento e forte geração de caixa, em um mercado em expansão e com grandes possibilidades de devolução de caixa ao acionista.

A menos de 9 vezes lucro, entendemos que há espaço para a reprecificação de seus múltiplos, sendo o *follow on* anunciado recentemente um potencial para que isso aconteça. Admitimos que as perspectivas de crescimento talvez não sejam tão grandes quanto a de outros *players* do mercado, mas há crescimento a ser capturado e há qualidade superior na gestão da empresa.

### Suzano:

O processo de alocação de capital da Suzano é um dos mais rigorosos de que temos conhecimento, tanto em termos de diligência quanto de disciplina. Más decisões na análise de projetos e na tomada de decisão podem custar muito caro, então a empresa tem como objetivo principal evitar grandes erros, mas através da disciplina e de discussões com o conselho, são capazes de mitigar esse risco. O crescimento pelo crescimento algo que não lhes atrai, o foco principal é, e sempre será, a geração de valor.

Quando olha para novos projetos, sempre tendo em mente o retorno e a rentabilidade adequada, ela busca investir onde possa ser única e onde possa criar ou fortalecer uma vantagem competitiva. A busca pela diferenciação da concorrência, seja via o menor custo de produção em celulose ou a capacidade de cobrar preços mais elevados em *tissue*, através da marca Neve, é o norte de sua estratégia de alocação de capital.

Além disso, busca negócios onde possa ter escala e capacidade de crescimento, que sejam capazes de “mexer o ponteiro”. A análise de projetos sempre leva em consideração o *spread over WACC*, sendo esse *spread* variável a depender do risco do projeto. À medida que o risco do projeto aumenta, a diferença exigida entre o retorno e o custo de capital também aumenta, e vice-versa.

Como exemplo, a primeira etapa da produção de *fluff* exigiu um *spread* muito maior do que o do projeto de expansão anunciado junto ao resultado do terceiro trimestre de 2023. Da mesma forma, o *retrofit* de Aracruz exigiu *spread* consideravelmente menor, dado que conhecem bem o projeto, sabem que reduz o consumo de químicos e reduz o custo caixa.

Porém, a empresa é agnóstica na hora de alocar seu capital. Se não tem novos projetos disponíveis, devolvem caixa ao acionista, via dividendos ou recompra, ou reduzem sua dívida.

Ao longo de janeiro, a Suzano divulgou um fato relevante anunciando um novo projeto de recompra de sessenta milhões de ações, aproximadamente 6% das ações em circulação. Tal decisão, dado o rigor de seu processo de alocação de capital, indica que suas ações estão extremamente baratas. Nesse caso, vale destacar, o *spread* exigido na recompra é menor do que aquele de um novo projeto, dado o conhecimento que a empresa tem de si mesma e de seu valor intrínseco.

Naturalmente, por ocupar a maior concentração de nossa carteira, temos conhecimento profundo dos números, pessoas e estratégia da empresa, mas esse anúncio nos certifica, ainda mais, que estamos no caminho correto. Apesar de quase concluído o atual ciclo de CAPEX da empresa, ela segue com dispêndios importantes, então tal ação indica que esse é um movimento óbvio demais para ser descartado.

É muito clara a capacidade de geração de caixa da empresa, de forma que não nos preocupamos com o dispêndio adicional que virá com o programa de recompra, mas, mesmo assim, nos chama atenção positivamente a decisão.

A preços não muito diferentes daquele de quando a empresa anunciou que construiria o projeto Cerrado, a planta mais moderna, de maior eficiência e menor custo caixa do mundo, enxergamos a Suzano uma opção ainda mais clara do que era à época em que a elevamos para tal patamar de importância.

Obrigado pela confiança.

**Equipe Blue Birds**

