



Carta Mensal
Janeiro 2024

Prezados investidores,

Em janeiro, o fundo gerou um retorno negativo de -4,71%, contra um retorno negativo de -4,79% do Ibovespa. As principais contribuições positivas vieram de PETR4, PETR3, SBSP3, VBBR3 e SOMA3, respectivamente, enquanto as principais detrações vieram de posições em VALE3, BBDC4, RENT3, B3SA3 e ITUB4, respectivamente.

O VaR Paramétrico de 1 dia e de 5 dias, com base em 24 meses e com 95% de confiança, está em -1,92% e -4,49%, respectivamente. O VaR Histórico de 1 dia e de 5 dias, com base em 24 meses e com 95% de confiança, está em -2,05% e -4,20%, respectivamente. Além disso, o Benchmark-VaR de 1 dia, com base em 100 pregões e com 95% de confiança, está em -0,15%.

Ao longo do mês, a principal movimentação foi a redução da posição *over* em Vale contra Petrobras de 1,5% para 0,5%. Tal movimentação foi extremamente importante para o resultado, preservando rentabilidade, uma vez que Vale apresentou queda na casa de 12% no mês e a Petrobras uma alta de mais de 8,6%.

Além disso, a posição *over* em Sabesp e em Soma também contribuíram positivamente, com Sabesp se valorizando em 4,6% e Soma, por conta do anúncio da fusão com Arezzo, se valorizando 6,3%. Mesmo com a queda expressiva em Vale e uma queda na ordem de 10% em Bradesco (BBDC4), tais posições nos ajudaram a gerar um alfa de 0,08% no mês, que foi especialmente difícil para os ativos relacionados a China, tendo Suzano apresentado uma queda de mais de 7% e Gerdau (GGBR4) uma queda de mais de 11,5%.

Tratando da mudança de posicionamento em Vale e Petrobras, apesar de entendermos que há um *gap* muito grande de valorização entre as duas empresas, consideravelmente maior hoje do que quando montamos a posição, e que esse *gap* parece injustificável, também ficou claro que os gatilhos para essa reversão tendem a ser diferentes daqueles que imaginávamos inicialmente.

De fato, em termos de política de preços, a defasagem para a paridade internacional foi a exceção (uma exceção muito significativa, diga-se de passagem) e não a regra. Porém, alguns eventos importantes ocorreram e, apesar de reações pontuais negativas, não afetaram a dinâmica das ações, que fecharam o ano de 2023 se valorizando mais de 90%. Vale o destaque à mudança do plano estratégico, adicionando USD11 bilhões ao CAPEX, bem como a consequente redução da política de dividendos e do montante

esperado que deve ser pago em proventos aos acionistas durante a vigência do plano estratégico.

Mais grave, porém, e mais surpreendente em termos do efeito que isso produziu no preço da ação, foi a mudança do estatuto social, proposto pelo conselho de administração. Esse evento, ao legitimar indicações políticas, com base na decisão proferida pelo então ministro Ricardo Lewandowski, abre a porta para movimentos futuros muito mais nefastos à empresa. Além disso, houve também a criação de uma reserva de capital, que permite que a Petrobras retenha mais lucros.

Mesmo com todos os ocorridos supracitados, a empresa seguiu se valorizando e entendemos que seria apropriado esperar para que novos eventos aconteçam para voltarmos a aumentar a posição. Com base nos aprendizados de 2023, entendemos que seguir nadando contra a maré nos custa caro e esperamos ventos a favor para voltarmos a nos posicionar de forma relevante.

Além disso, o ano começou com um pessimismo renovado (ou exacerbado) em relação à China, com empresas do setor de *materials* sofrendo muito. Além disso, a Vale foi ainda mais atingida por conta dos ruídos a respeito da possível indicação de Guido Mantega para o cargo de CEO da empresa e a condenação e cobrança relativa à renovação de concessões que ocorreram ao longo do mês. Diga-se de passagem, as cobranças ocorreram em seguida da desistência do governo de indicar o ex-ministro para o cargo de CEO.

Com isso, dada a falta de perspectiva, por enquanto, de grandes mudanças na Petrobras e o fato de o pessimismo com Vale se manter elevado, principalmente nesse início de ano, entendemos que para preservar a rentabilidade do fundo, foi prudente reduzir a posição. Essa foi a maior detratora de resultado do ano passado e entendemos que devemos ter postura mais defensiva no momento e agir de forma mais ágil conforme os fatos forem ocorrendo.

Outra mudança que fizemos foi a troca de Vivara por Vulcabras. Em ambos os casos, enxergamos excelentes empresas, com excelentes resultados apresentados ao longo de 2023 e com boas perspectivas para 2024. A troca se deu puramente por preço. Entendemos que Vivara se valorizou muito e está próxima de seu preço justo, enquanto vemos maior *upside* em Vulcabras, que negocia ligeiramente abaixo de 9 vezes lucro.

Ambas devem seguir tendo bons resultados em 2024, apesar de um ambiente ainda um pouco desafiador para a Vulcabras, mas entendemos que o *follow-on* recente tende a destravar valor, ao aumentar sua liquidez e potencialmente gerar uma reprecificação

de seus múltiplos. Além disso, enxergamos em Vulcabras não só uma empresa onde podemos ter ganhos de capital, mas também receber bons dividendos.

A empresa deve seguir trabalhando suas marcas e o reposicionamento de Mizuno e a busca por maior exposição da Under Armour, mas ela não precisa de grandes investimentos para isso e nem para aumentar sua produção, se necessário o for. Dessa forma, a menos que haja alguma oportunidade de investimento com retornos e rentabilidade excepcionais, a empresa tende a seguir distribuindo caixa para os acionistas.

Seguimos atentos aos movimentos de mercado e, com base nos aprendizados do ano anterior, mais ágeis na captura de tendências que surgirem. Esse, a nosso ver, foi o grande erro do ano de 2023 e ele, apesar de custoso, nos marcou e nos ensinou.

Muito obrigado pela confiança.

Equipe Alpha

