

Carta do time de gestão – abril de 2025

Visão Macro

O mês de abril trouxe uma grande mudança na dinâmica dos mercados globais. Ao invés de uma migração ordenada (e de certa forma saudável) de recursos saindo da bolsa americana em direção a outras geografias como vinha ocorrendo no primeiro trimestre de 2025, em abril assistimos a incerteza aumentar para níveis há muito tempo não vistos. Este movimento foi uma consequência direta da política comercial desordenada de Donald Trump. O grande aumento da incerteza gerado por essa política gerou uma forte queda da bolsa americana em meados do mês, acompanhado de uma forte alta das taxas de juros das *Treasuries* e um enfraquecimento Dólar diante das outras moedas.

Como escrito na nossa última carta, por mais que esperássemos um pico do tema do Trade War agora em abril, de forma alguma nossa expectativa era de que Trump iria esticar tanto a corda assim com a China, gerando na prática quase que um embargo para muitos produtos (embora a lista de exceções esteja aumentando a cada dia). Essa surpresa com o estresse causado por Trump traz consequências para o cenário do restante do ano. É como se todas as histórias idiossincráticas dos outros países ficassem pequenas agora diante de uma história muito maior que é a da economia americana e suas consequências para o mercado global. É possível que, ao final de tudo isso, ainda vejamos uma continuidade (ou até uma aceleração) do processo de diversificação de recursos para fora dos EUA, o que poderia beneficiar os mercados emergentes e a América Latina em particular. Mas, sem dúvidas, o nível de incerteza aumentou muito e os cenários ruins de cauda, em que uma queda desordenada da bolsa americana gera um *risk off* mundial mais forte ganharam corpo.

Ainda parece cedo para se dizer que caminho tomarão Trump e China agora nas suas relações bilaterais. Tanto uma possível distensão como uma continuidade do conflito podem ocorrer nos próximos meses. O que parece claro para todos os analistas é que o risco de uma recessão global aumentou, o que joga para baixo os preços das commodities e reduz as pressões inflacionárias por todo o mundo, incluindo aqui na nossa região. Isso poderá permitir que os bancos centrais retomem ciclos de cortes de juros e, no caso brasileiro, que o BCB termine o ciclo de alta em patamar mais baixo do que se imaginava anteriormente (abaixo de 15%). Tal movimento tem beneficiado a parte de renda fixa do nosso book, dado que carregamos posições aplicadas tanto em juros reais como nominais ao longo de abril.

Um fator importante a se mencionar é que as reuniões da primavera do FMI em Washington aparentemente trouxeram um tom de otimismo cíclico com o Brasil, como há muito tempo não se via. O país é visto ao mesmo tempo como barato (*valuations* atraentes em várias classes de ativos), como um possível ganhador relativo no tabuleiro do Trade War norte-americano e com um timing interessante de fim de ciclo de alta de juros pelo BCB, possivelmente virando para um ciclo de cortes antes das eleições de 2026. Isso nos deixa animados com as perspectivas para os nossos fundos adiante, especialmente com nossa carteira aplicada em juros reais, que por motivos técnicos ficou um pouco para trás nesse quadro de melhora de *valuation* dos ativos brasileiros, mas ainda têm muito para andar adiante.

Ao longo do mês de abril, reduzimos nossa exposição líquida em ações e aumentamos nossa posição aplicada em juros reais no Brasil, onde vemos uma melhor assimetria no momento. Mesmo assim,

ainda temos na parte comprada da nossa carteira de ações alguns nomes com potencial de alta relevante. Um deles é Arcos *Dorados* (Mc Donald's da América Latina), sobre o qual discorreremos um pouco mais em seguida.

Estudo de caso: Arcos Dorados

Arcos é o masterfranqueado de toda a operação de Mc Donald's na América Latina. É um ativo consolidado, líder de mercado e com uma forte marca. Incorporada em Luxemburgo, a empresa passa a não fazer parte de nenhum índice, o que a levou a negociar em múltiplos extremamente atrativos: 4.6x Ebitda 2025 (desconto de 25% da sua média histórica), com 18.3% de *free cash yield* (ex- capex de crescimento) e 9.7x lucro com crescimento de 15% CAGR para os próximos 4 anos.

A empresa se beneficia de uma operação ainda sub-penetrada regionalmente, com grande potencial de crescimento, combinada com preços acessíveis no produto entregue. Esses são fatores críticos de sucesso versus o que poderia se imaginar para a indústria em mercados maduros. Existe uma avenida de expansão que se abre para a Arcos, com potencial de abertura de mil novas lojas (cem por ano) nos próximos anos (são 1700 as lojas existentes atuais). Tal expansão seria suportada pelo crescimento da indústria de fast food, somada à execução destacada e força da marca Mc Donald's na região quando comparada a seus principais concorrentes.

Além disso, a expansão é impulsionada por uma perspectiva atrativa de retorno: estimamos um ROIC da operação, medido no nível loja, ao redor de 30% ao ano. Isto para um Capex de expansão anual consolidado de cerca de U\$180 milhões por ano. Se desconsiderássemos tal crescimento, estaríamos diante de uma companhia com potencial de pagar aproximadamente U\$230 milhões em dividendos por ano (versus os U\$50 milhões atuais), suportado pela forte geração de caixa da companhia (ou um *dividend yield* de cerca de 15%, assumindo apenas Capex de manutenção na operação). Também estimamos que a companhia possua cerca de U\$1 bi em valor de banco de terrenos, não precificados pelo mercado e que pode ser monetizado em algum momento.

No contexto de ações cíclicas domésticas, notamos que a recuperação dos preços das ações de Arcos ficou aquém dos seus pares locais nos diversos países constituintes da região (no Brasil em particular). Isso pode ser explicado, dentre outros fatores, pela característica regional que a tese compreende, disputando bolsos específicos, onde tanto os mandatos de alocação quanto o desconhecimento por parte dos investidores se constituam drivers adicionais de assimetria para o valor justo das ações.

Sua baixa penetração, *valuation* atrativo, geração de caixa e crescimento fazem em nossa opinião, Arcos *Dorados* uma das teses mais atrativas do setor de consumo latino-americano.

Performance dos fundos

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha teve um ganho de +5.54% em abril, com destaque positivo para o book de renda fixa, que contribuiu com +357 bps no mês. Dentro do livro de renda fixa, as posições aplicadas em juros nominais curtos (janeiro 2028) e também na parte média e longa da curva de juros reais foram os destaques positivos, enquanto a parte de dívida privada teve uma contribuição negativa no mês. Em ações, tivemos ganhos de +185 bps no mês de abril, sendo que as posições em ações brasileiras contribuíram com +104 bps, posições no Chile

contribuíram com +54 bps e outras posições regionais com +27 bps. Em câmbio, tivemos ganhos marginais de +62 bps durante o mês.

Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA teve um ganho de +8.9% em abril, com a carteira de ações contribuindo com +630 bps e a parte de renda fixa contribuindo com +286 bps. As posições aplicadas em juros nominais curtos (janeiro 2028) e também na parte média e longa da curva de juros reais foram os destaques positivos, enquanto a parte de dívida privada teve uma contribuição negativa no mês.

Posicionamento dos fundos

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha reduziu a posição líquida em ações de 35.2% para -1.8% durante o mês. Ainda temos posições relativas relevantes, como é o caso de Arcos Dorados que mencionamos acima. Por outro lado, aumentamos nossa posição em juros reais no Brasil, onde vemos melhores assimetrias. As posições de juros reais estão divididas entre os papéis de 2035 e 2045, com posições tanto via NTN-Bs como em derivativos (DAP). Também aproveitamos a queda das volatilidades implícitas no final do mês para comprar proteção fora do dinheiro para o índice Bovespa, o que pode nos proteger em movimentos mais exagerados, apesar desse não ser nosso cenário base.

Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA segue comprado em ativos da América Latina, sendo 58.7% das posições em ações no Brasil, 8.8% no Chile, 5.4% comprado em *bonds* de Buenos Aires, 2.5% em ações no Peru e 10.5% em outras posições regionais. O fundo também tem posições aplicadas em juros reais no Brasil. Como hedge, temos opções de venda sobre o índice Bovespa.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

