



CARTA MENSAL

FEVEREIRO 2024

Carta Mensal: Fevereiro/2024 – Charlie Munger, o fiel escudeiro de Warren Buffet

Artigo - Revista Capital Aberto - Alexandre Póvoa

O ditado diz que ao lado de um grande homem está sempre uma grande mulher (ou vice-versa). A mesma lógica se aplica ao mercado financeiro. Paralelo a um renomado gestor de recursos, que normalmente é quem está sob os holofotes, encontra-se uma equipe de ótimos analistas, economistas, funcionários de backoffice e, também, outros competentes gestores.

Warren Buffet é considerado pela comunidade financeira como o maior gestor de ações dos séculos XX e XXI. O investidor fiel, que acreditou na genialidade do alcunhado de “Oráculo de Omaha”, não tem muito do que reclamar. Quem aplicou US\$ 1 mil nas ações da Berkshire Hathaway (empresa que concentra os investimentos de Buffet) em 1962, sem nenhuma retirada ou aporte, teria acumulado, depois de todos os movimentos de mercado, US\$ 71,7 milhões até o final de 2023, o que representa um retorno médio impressionante de 20,1% ao ano. O investidor que, alternativamente, preferiu aplicar seus recursos em um fundo indexado ao S&P (desconsiderando taxas), teria chegado a apenas US\$ 66,6 mil (7,1% anuais) no mesmo período.

Porém, apesar de excepcional, podemos encontrar no mercado até retornos históricos superiores de outros gestores. Mas o mito ao redor de Warren Buffet não se resume somente à rentabilidade, indo muito além, com suas ideias e conceitos. E quem estava ao lado de Buffet, como o seu braço direito, durante boa parte dessa longa história (desde 1978)? Charlie Munger que, como o seu chefe, também nasceu em Omaha, Nebraska, em 1 de janeiro de 1924. Ele teve nove herdeiros, sendo sete legítimos e dois enteados. Charlie Munger era filho Alfred Munger, um advogado formado em Harvard, e Florence Munger.

Charlie desenvolveu sua formação acadêmica de forma, no mínimo, curiosa. Entrou para a Universidade de Michigan em 1941 para estudar matemática, mas saiu logo para servir o exército. Enquanto atuava na carreira militar, ele frequentou a famosa California Institute of Technology (Caltech) em Pasadena, Califórnia, tendo cursado física e meteorologia. Nunca teve um diploma de graduação, o que quase o impediu de entrar mais tarde na Harvard Law School, feito que só conseguiu graças à influência de seu pai.

Em 1948, finalmente se formou em advocacia e seguiu carreira até 1965. Nesse ano, decidiu abandonar tudo para se dedicar à carreira na área de investimentos. Apesar de desempenho “pré-Buffet” ser pouco

reconhecido, ele alcançou muito sucesso até 1975/76, quando aí sim enfrentou anos muito ruins de performance.

Sua relação com o Warren Buffet surgiu em 1959, quando foram apresentados em uma festa em Omaha. A partir daí, se tornaram amigos, falando regularmente, mesmo quando Munger ainda exercia somente a advocacia. Em 1978, finalmente começaram a trabalhar juntos, quando Charlie foi indicado vice-presidente da Berkshire Hathaway, tendo assumido depois vários outros cargos no grupo.

Sua filosofia de investimento coincidia com a de Buffet na questão da preferência pela concentração de investimentos. Ele era muito direto e sempre pregava não apostar em casos de investimentos complicados: "Se algo for muito difícil, recorreremos a outro. Somos apaixonados por tornar as coisas simples", dizia ele.

Munger também analisava o comportamento do investidor que, segundo ele, normalmente se move em manadas. Por isso, sempre pregou paciência em investimentos de longo prazo. Na crise de 2008, essa virtude foi testada após a ousadia na compra de ações da Wells Fargo no meio da tormenta, investimento que veio a se tornar muito vencedor após a recuperação das bolsas nos anos seguintes.

Em relação à atuação no mercado, ele ensinou que o fracasso em alguns investimentos é inevitável: "Capitalismo sem fracasso é igual à religião sem inferno". Mas ele explicava que tentava fugir dele com a seguinte lição: "Meu jogo na vida sempre foi evitar todas as formas padrão de fracasso. Você me ensina a maneira errada de jogar pôquer e eu vou evitá-la. Se você me ensinar a maneira errada de fazer outra coisa, vou evitá-la. E, claro, evitei muito, porque sou muito cauteloso."

Além disso, ele era radical na não aceitação de desvios de comportamentos nas empresas: "Bons negócios são negócios éticos. Um modelo de negócios que depende do engano está fadado à ruína". Durante os eventos anuais de apresentação de resultados da Berkshire Hathaway à cotistas, que costumavam lotar estádios de futebol com 20 mil pessoas (com vários telões em volta), com convidados de dezenas de faculdades e países, Munger ficou conhecido por repreender o que chamava de excessos corporativos. Hoje esses eventos são realizados *on line*. Certa vez, ele qualificou como "loucas" e "imorais" a remuneração dada ao alto escalão de algumas companhias.

Charlie também se destacou por ser um grande crítico do bitcoin, o que chamava de "veneno nocivo". Ele defendia a extinção total das criptomoedas, qualificando-as como "estúpidas e imorais". Ele e Buffet concordaram que não comprariam todos os criptoativos do mundo por

apenas algumas dezenas de dólares, uma vez que criptomoedas, na opinião deles, “não geram nenhum fluxo de caixa”. Enfim, não valem nada fora do que os especuladores enxergam de valor neles.”

Essa forma direta de se expressar lhe trouxe muitos admiradores, mas também incomodou muitos dirigentes de empresas e investidores. Mas Munger era constantemente elogiado por Buffet, que disse certa vez de que a pior coisa do mundo são sócios bajuladores e por isso ele seria o seu braço direito ideal.

Munger acumulou fortuna de US\$ 2,3 bilhões na sua vida. Ele dizia que muito melhor do que a serventia para comprar Ferraris e outros luxos, o importante do dinheiro era a conquista de liberdade e autonomia. Foi um grande doador para a Universidade de Michigan e outras causas filantrópicas.

Seu sarcasmo e língua afiadas podem ser ilustradas na seguinte frase, repetida por Warren Buffet: “Meu parceiro Charlie diz que existem apenas três maneiras pelas quais uma pessoa inteligente pode ir à falência: licor, senhoras e alavancagem”. Por fim, Munger reconhecia dois vícios na vida: amendoim e diet coke. Sabia que faziam mal e podiam encurtar a sua existência. Mas decretou: “Não dou a menor importância”.

Charlie Munger, o fiel escudeiro e melhor amigo de Warren Buffet (sétimo homem mais rico do mundo, segundo o ranking 2024 da Forbes com patrimônio de US\$ 120 bilhões), faleceu aos 99 anos no dia 28 de novembro de 2023. Para a sua longevidade, apontava a principal razão: “Evite a loucura a todo custo”. Porém, após a sua partida, fica o exemplo pessoal e profissional nas mentes de todas as gerações do mercado financeiro que estão por vir.

Figura 1: Retorno dos ativos em fevereiro/24

Indicadores	jan/24	fev/24	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	127.752	129.020	1,0%
IBX	53.905	54.424	1,0%
SMLL	2.198	2.209	0,5%
S&P 500	4.846	5.096	5,2%
Câmbio			
Dólar/Real	4,95	4,98	-0,6%
DXY	103,54	104,16	0,6%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	10,57%	10,76%	0,2%
NTN-B 2027	5,49%	5,69%	0,2%
NTN-B 2055	5,71%	5,77%	0,1%
Swap DI x Pré 12 meses	9,73%	9,78%	0,1%
CDS Brasil 10 anos	2,30%	2,22%	-0,1%
Treasury 2 anos	4,21%	4,64%	0,4%
Treasury 10 anos	3,92%	4,25%	0,3%
Commodities			
Petróleo Brent	81,71	81,91	0,2%
Minério de Ferro	131,80	117,10	-11,2%
Soja US\$ (CBOT)	1.222	1.141	-6,7%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

No mercado de renda variável, o Ibovespa e o SMLL tiveram um desempenho apenas “de lado” subindo, respectivamente, 1,0% e 0,5% em fevereiro/24, mesmo com as bolsas americanas alcançando um desempenho forte. **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, treze experimentaram variação positiva no mês.**

O S&P norte-americano apresentou forte valorização mensal (+5,0%), com a divulgação de excelentes resultados de empresas relativos ao último trimestre de 2023 e a despeito da abertura da curva de juros.

O mercado de renda fixa local sofreu com a deterioração nos juros longos no mundo inteiro, a partir de indicadores de inflação piores. Enquanto o swap de doze meses subiu de 9,73% para 9,78% a.a. (+5 pontos-base), a taxa do DI de dez anos escalou mais intensamente de 10,57% para 10,76% a.a. (+19 pontos-base).

No mercado de NTN-Bs, a direção foi também de majoração das taxas, com o alargamento tanto dos cupons mais curtos (2027: +20 pontos-base, de 5,49% para 5,69% a.a), como dos mais longos (título 2055: +6 pontos – base, de 5,71% para 5,77% a.a).

Enquanto isso, as Treasuries de dois e dez anos dos EUA comandaram a tendência internacional de piora nas curvas de juros, com a expectativa de postergação de corte nas taxas básicas pelo mundo, após a percepção de uma inflação resistente no globo. Tanto o rendimento da Treasury de 2 anos (de 4,21% para 4,64% a.a), como a taxa do título de 10 anos (de 3,92% para 4,25% a.a), subiram fortemente.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em fevereiro/24, a mesma tendência de apreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: +0,6%), com o Real perdendo (-0,6%), em resposta à elevação das taxas de juros na curva dos EUA.

Nos mercados de commodities que mais interessam ao Brasil, destaque para a forte queda do minério de ferro (-11,2%) e da soja (-6,7%), pela desconfiança em relação à saúde da economia chinesa. Já a cotação do petróleo, depois de meses de consecutivas altas, se acomodou ao redor de US\$ 82/barril do tipo Brent.

O Risco-Brasil, representado pelo Credit Default Swap (CDS), ficou praticamente constante em fevereiro/24, flutuando levemente de 2,30% para 2,22% a.a.

Figura 2: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de fevereiro /24

Índices Meta Asset	fev/24
Meta Índice Exploração de Imóveis	22,1%
Meta Índice Supermercados	10,9%
Meta Índice Siderurgia	5,6%
Meta Índice Tecnologia	5,0%
Meta Índice Óleo, Gás, Petroquímico	4,6%
Meta Índice Bancos	3,5%
Meta Índice Construção	3,2%
Meta Índice Frigoríficos	2,9%
Meta Índice Serviços Financeiros	2,6%
Meta Índice Materiais Básicos	1,9%
Meta Índice Varejo	1,2%
Meta Índice Indústria	1,1%
Ibovespa	1,0%
IBX	1,0%
Meta Índice Logística	0,2%
Meta Índice Saúde	-0,8%
Meta Índice Energia Elétrica	-1,0%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-1,4%
Meta Índice Água e Saneamento	-1,6%
Meta Índice Shoppings	-1,8%
Meta Índice Locação de Veículos	-3,9%
Meta Índice Mineração	-4,7%
Meta Índice Aéreas	-9,2%
Meta Índice Agricultura	-9,2%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Treze índices setoriais experimentaram variação positiva no mês de fevereiro/24.

O maior destaque disparado veio no segmento de exploração de imóveis (+22,1%), a partir de boas notícias particulares de cada empresa, na esteira da valorização de Syn Properties (+69% - venda de 3 participações em shoppings), HBR Realty (+13% - divulgação de bom resultado) e Log (+10% - divulgação de bom resultado).

Já o índice de supermercados (+10,9%) apareceu em segundo lugar, respondendo ao crescimento da massa salarial divulgado na PNAD: Grupo Mateus (+17%), Carrefour (+16%) e Assaí (+4%).

A pior performance veio do setor de agricultura (-9,2%), fruto da preocupação com a atividade no Centro-Oeste, dadas as questões climáticas. Destaque negativo para Agrogalaxy (-39%), Brasil Agro (-4%) e 3 Tentos (-2%).

O setor de companhias aéreas (-9,2%) mais uma vez decepcionou em fevereiro/24, ainda reflexo do pedido de recuperação judicial da Gol, que caiu mais 10%. A Azul, por tabela, sofreu desvalorização também de 10%.

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2024

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Exploração de Imóveis	12,3%
Meta Índice Supermercados	5,1%
Meta Índice Óleo, Gás e Petroquímico	2,4%
Meta Índice Logística	2,4%
Meta Índice Serviços Financeiros	1,0%
Meta Índice Bancos	0,4%
Meta Índice Frigoríficos	-1,2%
Meta Índice Tecnologia	-2,8%
IBX	-3,6%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,8%
Ibovespa	-3,8%
Meta Índice Água e Saneamento	-5,2%
Meta Índice Indústria	-5,3%
Meta Índice Shoppings	-5,6%
Meta Índice Siderurgia	-5,7%
Meta Índice Açúcar e Alcool	-6,1%
Meta Índice Energia Elétrica	-6,5%
Meta Índice Construção	-7,9%
Meta Índice Varejo	-8,1%
Meta Índice Saúde	-14,5%
Meta Índice Agricultura	-17,5%
Meta Índice Mineração	-18,2%
Meta Índice Locação de Veículos	-18,4%
Meta Índice Aéreas	-51,9%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano de 2024, destaque positivo para os segmentos de exploração de imóveis (+12,3%) e supermercados (+5,1%). Já as menções mais negativas ficam para os indicadores de aéreas (-51,9%) e locação de veículos (-18,4%).

CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de +0,31% versus variação de +0,96% do IBX em fevereiro/24. No ano, a performance do fundo atinge -4,22% contra -3,59% do IBX.

O Meta 11 Small Cap FIA alcançou desempenho de -1,17% versus +0,47% do benchmark SMLL em fevereiro/24. Em 12 meses, a performance acumulada do fundo chega a +25,90% versus +19,40% do SMLL. No ano de 2023, o fundo acumula - 7,67% versus -6,11% do referencial.

O mercado acionário brasileiro encerrou o mês de fevereiro em leve alta, apesar da desvalorização das ações da Vale e da Petrobras no período. Observou-se, entretanto, uma elevada volatilidade, decorrente principalmente das apostas quanto ao potencial retardamento do início do ciclo de afrouxamento monetário nos Estados Unidos, a partir de dados de inflação piores. A abertura da curva de juros nos EUA liderou um movimento internacional, afetando especialmente os mercados acionários emergentes.

Fevereiro foi um mês em que as ações dos principais setores não tiveram um movimento muito linear, como foi o caso do nicho de varejo, com rentabilidades díspares, determinadas por causas específicas de cada empresa.

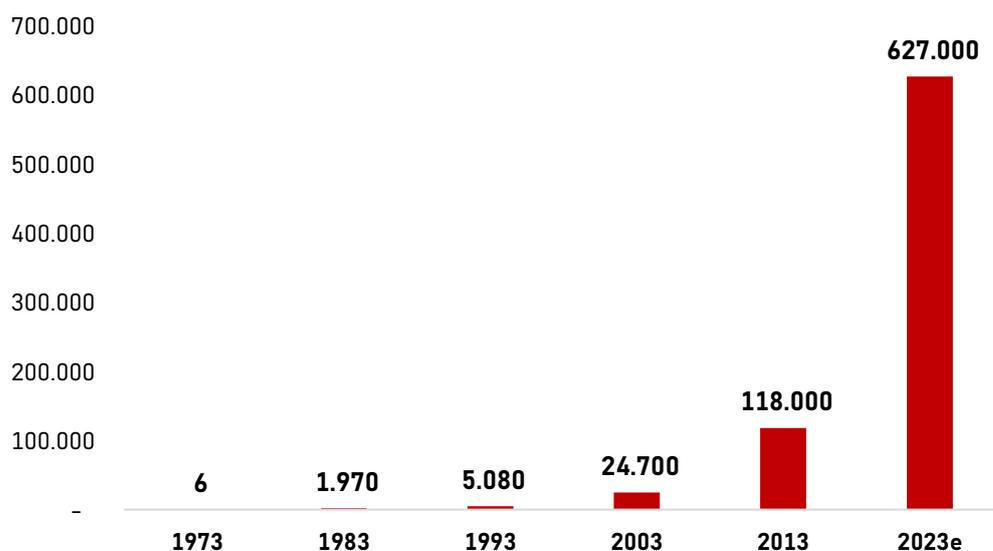
Foi um mês também marcado pelo início da temporada de resultados referentes ao quarto trimestre de 2023. No setor financeiro, a dupla de ações formada por Itaú e Banco do Brasil continuou com bom desempenho em função dos sólidos balanços apresentados e das boas perspectivas para esse ano. Por outro lado, Bradesco e Santander continuaram a atravessar uma fase com baixa rentabilidade em decorrência da grande pressão da inadimplência de suas carteiras de crédito. A recuperação nesse ano se dará de forma gradual.

No mercado de commodities, foi um mês marcado pela forte queda de 11,2% do preço do minério de ferro *Platts*. Esse movimento foi puxado pela demanda de aço ainda fraca na China, catapultado pela especulação natural deste mercado. As ações da Vale encerraram o mês com uma pequena desvalorização, apesar do bom balanço apresentado, afetadas pela queda do preço do minério e pela indefinição quanto a troca ou não de seu CEO. As ações da Petrobras também tiveram uma pequena queda no mês em decorrência da dúvida quanto ao montante que a empresa pagará aos seus acionistas via dividendos esse ano, em decorrência do aumento dos investimentos em transição energética.

CASO DE INVESTIMENTO: LOCALIZA

Visão geral da empresa

A Localiza é a maior locadora de carros da América Latina, possuindo atualmente uma frota cerca de 3 vezes maior que seu principal concorrente. A companhia foi uma das pioneiras do segmento no Brasil, iniciando suas atividades com apenas 6 carros em 1973, tendo encerrado 2023 com uma frota total de aproximadamente 627 mil ativos, segundo estimativas internas.

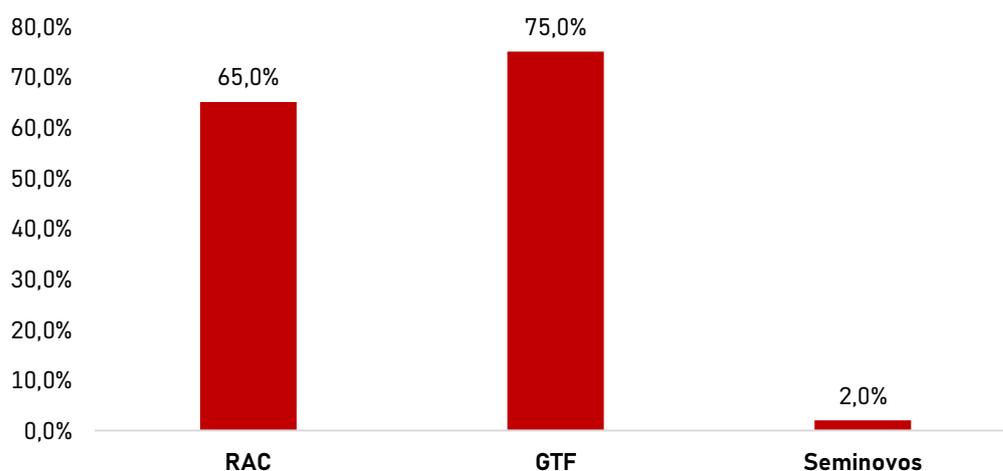
Figura 4 – Evolução da Frota Total da Localiza

Fonte: RI da Companhia, Meta Asset

Basicamente, podemos dividir seu modelo de negócios em 3 segmentos principais: RAC (*Rent-a-Car*), GTF (*Gestão de Terceirização de Frotas*) e seminovos. O primeiro, consiste principalmente no aluguel de carros para pessoas físicas, tanto voltados ao lazer, quanto para motoristas de aplicativo, negócio que apresenta um grande potencial de crescimento. O segundo consiste principalmente no aluguel de carros para empresas, com contratos de maior duração, além de incluir serviços de carros por assinatura e locação de veículos pesados (caminhões, máquinas, etc), atividades também com grande potencial de crescimento. Por fim, o terceiro nicho consiste na venda de carros que foram utilizados durante determinado período no RAC ou no GTF.

Enquanto os dois primeiros segmentos apresentam rentabilidade muito elevada (principalmente GTF), o terceiro é grande detrator de margens consolidadas, apesar de ser fundamental para o funcionamento de seu modelo de negócios. Isso porque, como o carro ainda apresenta um valor residual relevante após sua utilização nos contratos de RAC e GTF, a vertical de seminovos é uma forma extrair o máximo do valor do ativo adquirido (aluguel + venda posterior), ao mesmo tempo que mantém sua frota constantemente em renovação.

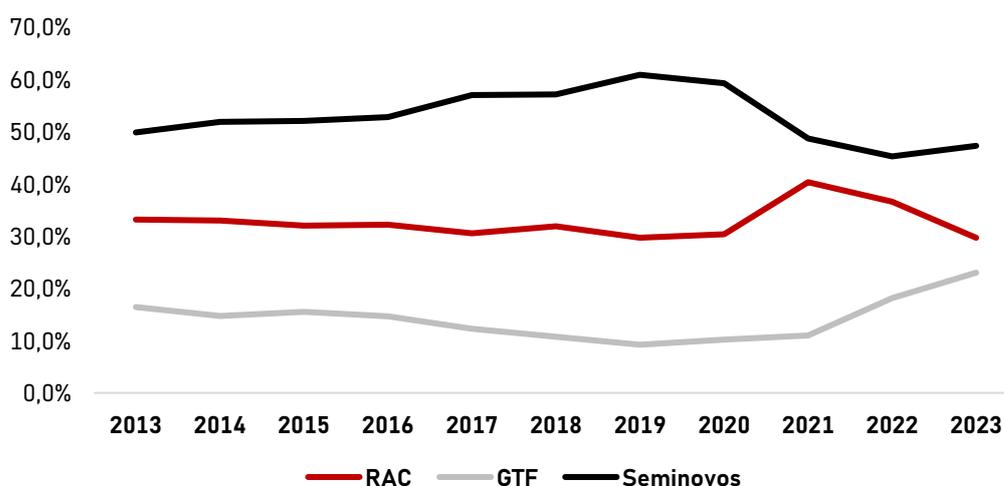
Figura 5 – Margem EBITDA Normalizada por Segmento



Fonte: Meta Asset

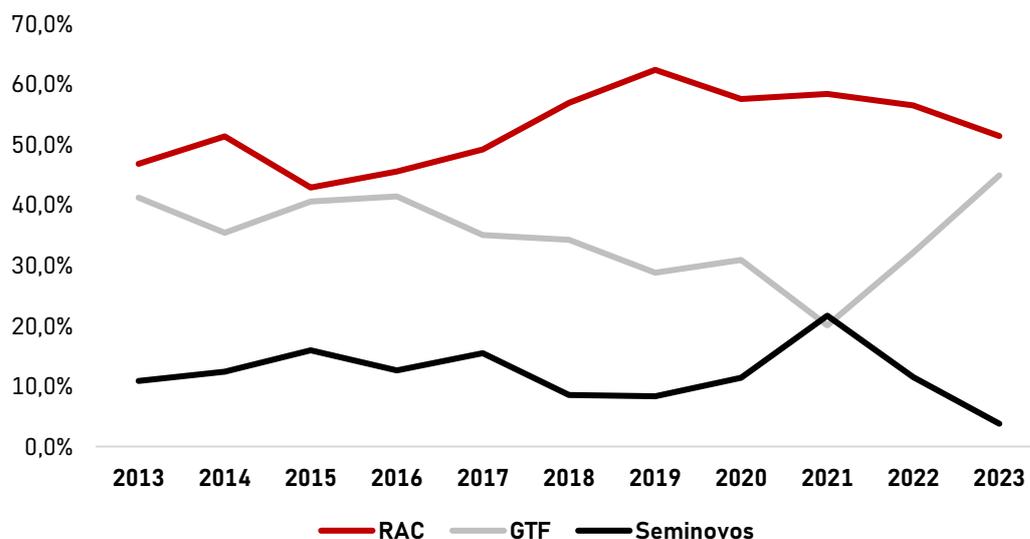
Além disso, enxergamos uma melhora relevante na qualidade do *P&L* da Localiza ao longo da última década, com aumento substancial da representatividade de GTF no EBITDA, ocorrendo o contrário com seminovos. A exceção foi durante pandemia, onde houve um *boom* de preços de carros usados com a descontinuidade de cadeias produtivas e consequente falta de automóveis novos. Para frente, enxergamos essa tendência ainda mais forte, com GTF podendo representar ~55% do EBITDA consolidado no longo prazo (vs ~45% em 2023), e seminovos representando apenas ~3% (~4% em 2023). Assim, por definição, devemos esperar maiores margens consolidadas e menor volatilidade nos resultados com o passar do tempo.

Figura 6 – Representatividade de cada segmento na Receita



Fonte: RI da companhia

Figura 7 – Representatividade de cada segmento no EBITDA



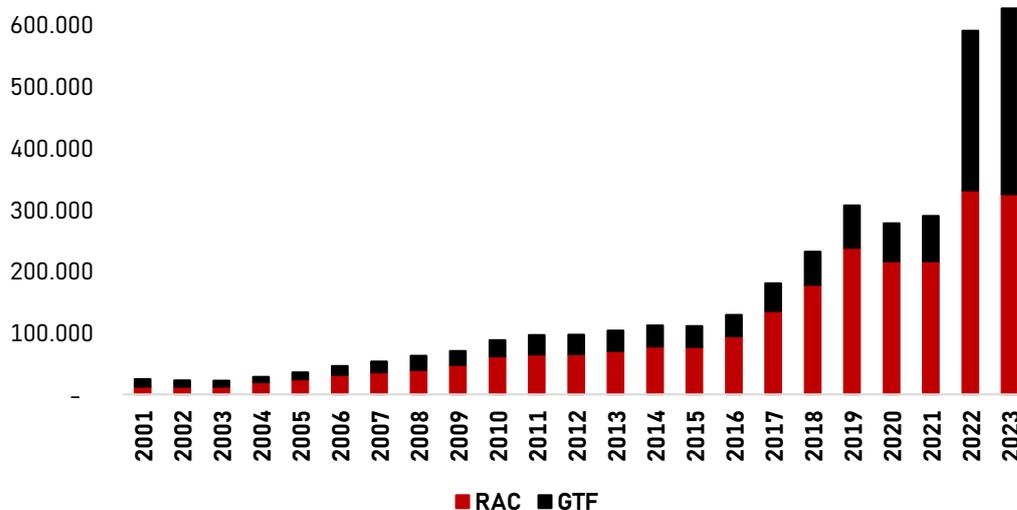
Fonte: RI da companhia

Destaques da tese

Nossa tese de investimentos em Localiza se baseia em 6 pilares: (i) excelente histórico de execução, com *management* altamente capacitado; (ii) melhora relevante no cenário competitivo ao longo do último ano, o que deve continuar para frente; (iii) claras vantagens competitivas frente aos pares, com *unit economics* que sustentam uma rentabilidade estruturalmente superior; (iv) melhora relevante de resultados para os próximos anos; (v) opções que ainda não estão na conta, como o avanço no México, o aumento da penetração do Meoo (serviço de carros por assinatura da Localiza) e do Zarp (serviço da Localiza voltado para motoristas de aplicativo) e o crescimento em novas verticais, como o serviço de oficinas (Localiza Equip) e a vertical de locação de pesados; e, finalmente (vi) *valuation* atrativo após correção recente, movimento difícil de ser visto desde que a companhia é listada.

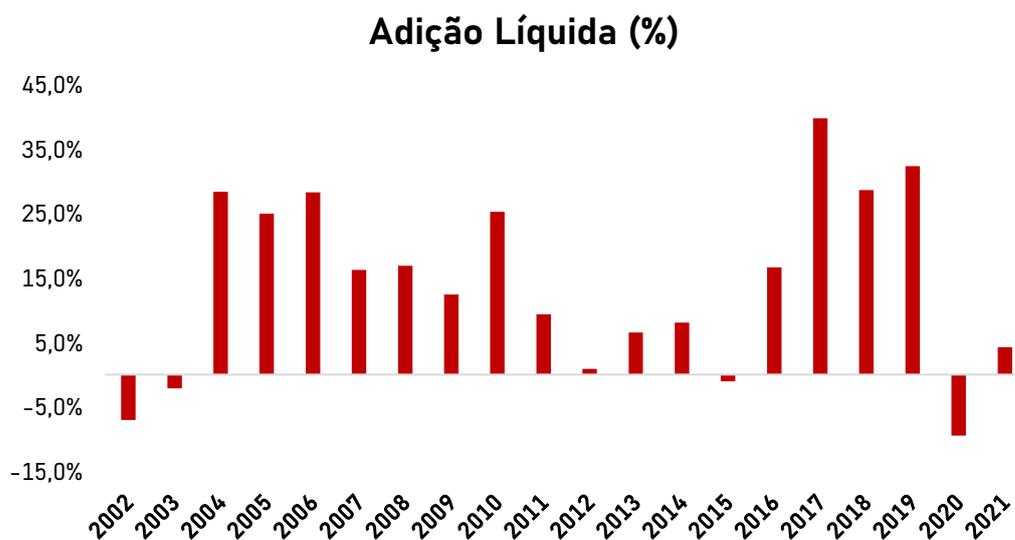
Primeiramente, é importante destacar o histórico de crescimento da Localiza, mesmo em cenários desafiadores. Entre 2001 e 2019 (visando excluir os impactos da pandemia e da fusão com a Unidas), a sua frota total apresentou um CAGR (*compounded annual growth rate*) de 15,1%. Mesmo entre 2011 e 2016, em que a companhia enfrentou um cenário macroeconômico desafiador e o aumento relevante da competição, com o avanço da Movida, esse CAGR foi de 6,0%, ainda acima do crescimento do PIB real no período. Assim, analisando o desempenho operacional da companhia em diversos ciclos de mercado, possuímos grande confiança na execução do *management* para os anos seguintes.

Figura 8 – Evolução da frota total da Localiza desde 2001



Fonte: RI da companhia

Figura 9 – Crescimento anual da frota total da Localiza



Fonte: RI da companhia

Além disso, acreditamos que a companhia hoje enfrenta o cenário competitivo mais benigno da última década. Desde 2013, com a aquisição da Movida pela Simpar, vimos uma piora relevante no ambiente de concorrência, o que levou à queda relevante no ROIC da Localiza até então (ainda que com spread saudável sobre seu custo de dívida). Porém, a estratégia de seu principal concorrente durante a pandemia, de seguir expandindo fortemente sua frota mesmo diante de um grande aumento no preço dos carros, levou a uma necessidade de *rightsizing* ao longo de 2023,

em função de uma alavancagem demasiadamente elevada. Nesse cenário, a Localiza adotou uma estratégia oposta, de reduzir seu crescimento nos últimos anos, e voltar a acelerar bastante em 2023, inclusive realizando um *follow-on* na casa de R\$ 4 bi (cifra superior ao valor de mercado da Movida), para sustentar esse crescimento.

Assim, hoje vemos um cenário onde a Localiza tem balanço para acelerar seu crescimento para os próximos anos, apesar da alavancagem ainda não ser baixa. Enquanto isso, seu concorrente precisa concentrar esforços em *liability management*, colocando a expansão em segundo plano.

O pilar que citamos para sustentar nossa tese de investimentos, e, possivelmente o mais importante, consiste nas vantagens competitivas da Localiza frente aos concorrentes.

A primeira se refere ao custo de capital, em que enxergamos vantagens tanto no custo de dívida, quanto no custo do *equity*. O longo histórico de excelente execução e disciplina financeira (como mostrado anteriormente), resulta em um baixo custo de captação de dívida, algo que não ocorre na mesma magnitude com seus concorrentes. Além disso, esses fatores, além da liquidez do papel substancialmente maior que de seu par listado (o que atrai investidores estrangeiros), reduz a percepção de risco do caso, levando a um menor retorno exigido pelos investidores, que pode ser descrito pelo K_e (*cost of equity*). Dado que se trata de um business intensivo em capital, um custo de capital mais baixo que dos concorrentes possibilita maior crescimento, puxado pelo maior volume de investimentos, e aumento do *spread* entre ROIC e WACC (ou K_d , como é usualmente analisado no setor).

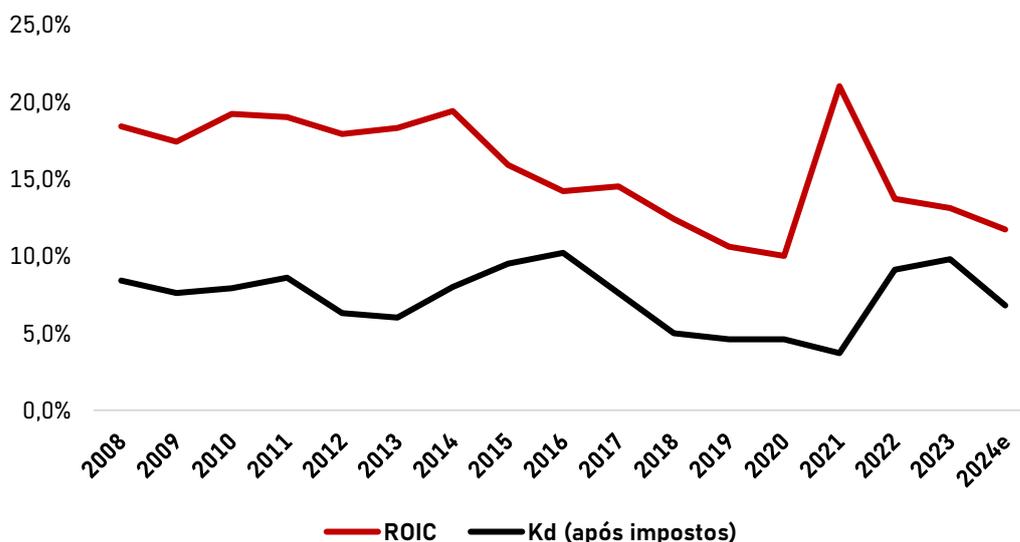
Outra grande vantagem competitiva da companhia se baseia em sua escala. Além de ser o player com maior capilaridade nacional, possuindo mais do que o dobro de agências de seu maior concorrente, a Localiza é o maior comprador cliente individual das principais montadoras no Brasil, com suas aquisições representando cerca de 12% desses conglomerados. Isso possibilita um maior poder de barganha nas negociações, resultando em descontos materialmente superiores que seus concorrentes na aquisição de veículos, o que aumenta seu ROIC por carro.

As vantagens competitivas citadas se refletem em um *spread* de ROIC sobre o custo de capital muito acima do que os pares costumam apresentar (isso quando esses conseguem superar o custo de capital). Por um lado, as melhores condições de compra e a melhor capacidade de precificação resultam em um maior ROIC, enquanto outros fatores já citados reduzem o custo de capital, fazendo a Localiza ganhar nas duas pontas.

Porém, a companhia enfrentou uma tempestade perfeita no último ano, com a pressão nos resultados em função da queda brusca nas margens

de seminovos e do aumento relevante da depreciação por carro, juntando-se com a elevação substancial do custo de capital em função da elevação da taxa de juros no Brasil. Assim, vimos uma combinação muito prejudicial para a geração de valor, levando ao menor *spread* entre ROIC e Kd desde 2008, ficando em cerca de 3%, enquanto a companhia guia para um *range* normalizado entre 5% e 8%.

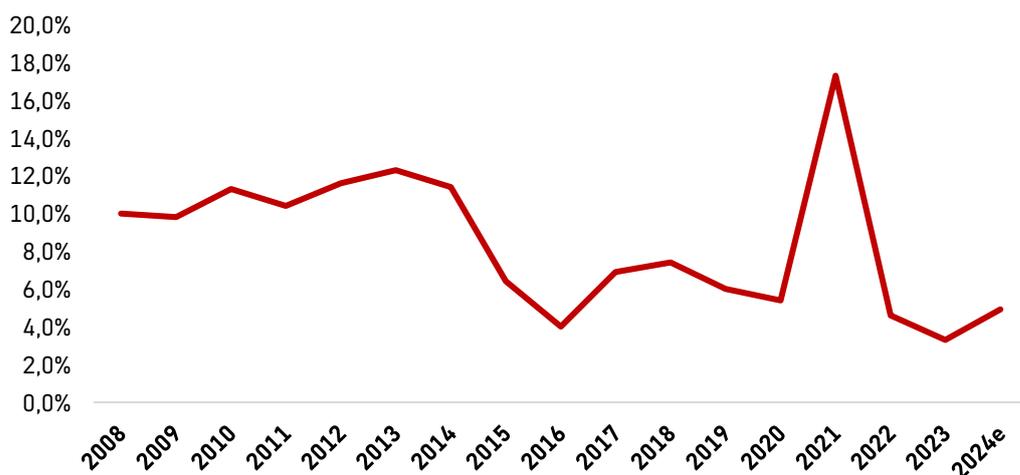
Figura 10 – ROIC e Kd (após impostos) da Localiza



Fonte: RI da Companhia, Meta Asset

Figura 11 – ROIC spread (ROIC - Kd após impostos) da Localiza

ROIC Spread



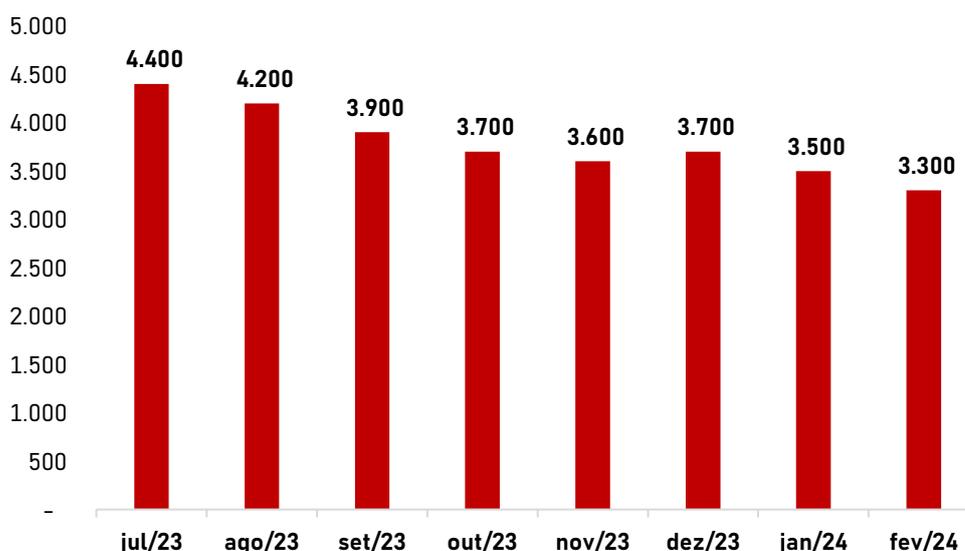
Fonte: RI da Companhia, Meta Asset

Por outro lado, vemos essas tendências melhorando consideravelmente para os próximos anos, tanto do lado operacional, quanto do lado do custo de capital. Entendemos que, apesar da discussão sobre depreciação e

margens de seminovos ter voltado à tona recentemente, em função do maior descasamento de preços de carros novos e usados, existe pouco *downside* para nossas estimativas já atualizadas (e levando em conta que o consenso de Lucro Líquido para 2024 já foi fortemente revisado para baixo).

Estimamos que com os números do 4T23, a companhia já esteja rodando em um Lucro Líquido anualizado de ~R\$ 2,8 bi. Mesmo com uma depreciação ainda pressionando o lucro em 2024, assim como uma margem muito baixa na vertical de Seminovos, acreditamos que o efeito da queda de juros no resultado financeiro, juntamente à manutenção de fortes resultados no *core business* (RAC + GTF), sejam suficientes para neutralizar os impactos negativos comentados acima. Portanto, dificilmente a companhia entregaria um Lucro Líquido abaixo de ~R\$ 3 bi em 2024. Desta forma, acreditamos que as expectativas já foram relativamente bem ancoradas após as revisões recentes (*tanto do sell-side, quanto do buy side*), enxergando pouco espaço para grandes recálculos para baixo.

Figura 12 – Expectativa média do mercado para o lucro de Localiza em 2024 (aproximação)



Fonte: Meta Asset

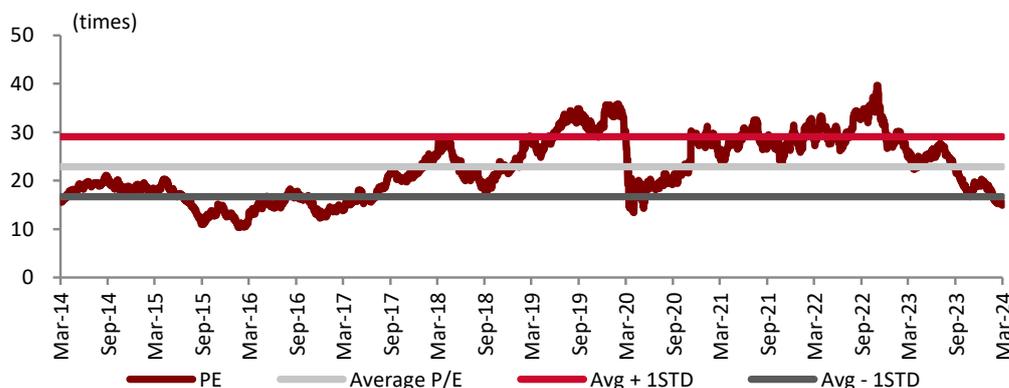
Por fim, vemos a companhia desenvolvendo diversas novas iniciativas que podem sustentar o crescimento de longo prazo, à medida que o *core business* vá maturando. Entre elas, destacamos a operação no México, que ainda é muito incipiente, mas enxergamos grande potencial, além do avanço de serviços complementares, como Meoo, Zarp, Equip e Pesados. Assim, apesar de trabalharmos internamente com uma redução relevante no ritmo de crescimento prezando pelo conservadorismo, não descartamos uma manutenção de expansão duplo dígito por um tempo ainda considerável.

Valuation

Dados os diversos pontos positivos citados, e a ampla cobertura do papel por investidores institucionais (tanto locais, quanto estrangeiros), dificilmente na história encontramos oportunidades de investir na empresa a um *valuation* muito atrativo. No entanto, a empresa enfrenta um cenário turbulento no curtíssimo prazo, envolvendo discussões acerca de depreciação e margens de seminovos, o que tem levado a uma forte revisão sobre o lucro estimado para 2024. Entendemos que, atualmente, estamos diante de uma dessas raras oportunidades de comprar uma ação de uma excelente empresa a um bom preço.

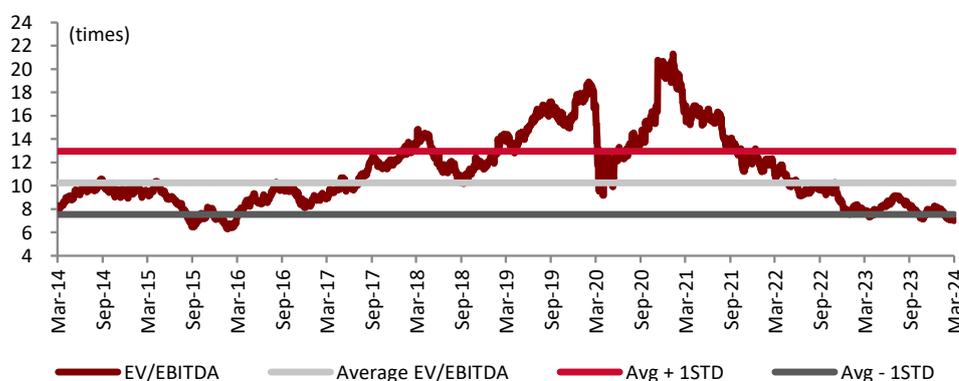
Com o *sell-off* recente, com queda de cerca de 25%, vemos o papel negociando a múltiplos muito abaixo do histórico, e raramente vistos. Além disso, acreditamos que, no cenário atual, há pouco espaço para grandes revisões de expectativas para baixo.

Figura 13 – P/E 12m Fwd da Localiza



Fonte: Bloomberg

Figura 14 – EV/EBITDA 12m Fwd da Localiza



Fonte: Bloomberg

Outro ponto que nos traz mais segurança para o investimento envolve as estimativas para os resultados de 2025. Entendemos que haverá uma

melhora sequencial de resultados ao longo de 2024, com a entrega de um lucro líquido anualizado no 4T24 substancialmente superior ao primeiro trimestre do ano, à medida que os problemas de depreciação e margens de Seminovos vão sendo normalizados, e os resultados de RAC e GTF seguem saudáveis.

Assim, temos segurança que a companhia entregue um lucro de pelo menos R\$ 4 bi em 2025, não só isso representando um crescimento relevante frente a 2023, como se traduzindo em um P/E ainda mais atrativo, da ordem de ~13x. Logo, levando em conta a qualidade do ativo, o *valuation* atrativo e o ganho de *earnings momentum* principalmente a partir do 2º semestre de 2024, acreditamos que o papel apresente uma assimetria relevante.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR FIA	29/02/2024	2,80997749	0,31%	-4,22%	1,72%	181.901	190.510	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			0,96%	-3,59%	22,23%				
IBOVESPA			0,00%	-3,85%	22,96%				
META 11 SMALL CAP FIA	29/02/2024	1,01024228	-1,17%	-7,67%	25,90%	13.901	6.054	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			0,47%	-6,11%	19,40%				
Total Estratégia Renda Variável						195.801	196.564		
Total AUM						195.801	197.359		

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	29/02/2024	0,00%	1,81%	12,79%
IPCA	29/02/2024	0,42%	5,06%	4,51%
IBrX - 100	29/02/2024	-4,99%	-4,99%	13,36%
SMLL	29/02/2024	0,47%	-6,11%	19,40%

DATA DE ENVIO

01/03/2024

DATA DE REFERÊNCIA

29/02/2024

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

META VALOR

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

(*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.

() A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)**

META 11 SMALL CAP FIA

Taxa de Administração: 2,50% a.a.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

Resgate: D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. . Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de



Gestão de Recursos