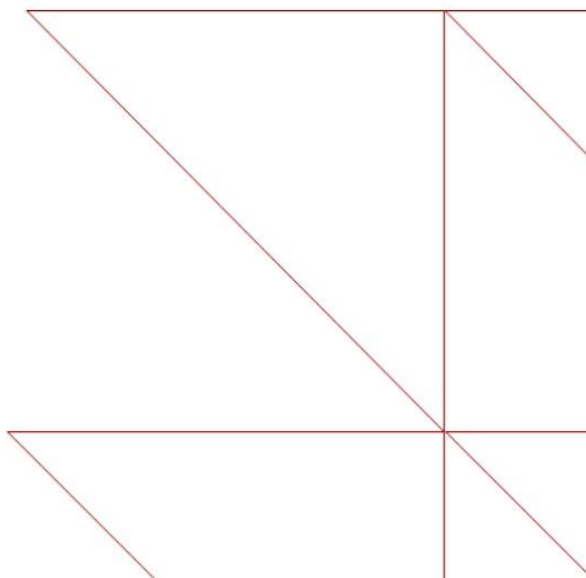




CARTA MENSAL

SETEMBRO 2024



www.metaasset.com.br

Setembro/2024 – Carta Mensal – Política monetária – Brasil e o mundo em direções contrárias. O que deu errado por aqui? / Case: ARMAC

O Brasil iniciou o ciclo de aperto monetário em março de 2021 (taxa SELIC de 2% ao ano), que se estendeu até agosto de 2022 (13,75% ao ano). Já o FED começou a subir a taxa básica mais tarde, em março de 2022 (0%), tendo o movimento se encerrado em agosto de 2023 (5,25-5,50 % a.a.).

Essa ação antecipatória do BC brasileiro permitiu que nosso processo de afrouxamento começasse antes, em agosto de 2023, indo até maio de 2024, quando a SELIC caiu de 13,75% para 10,5% a.a. Nossa autoridade monetária foi muito elogiada. Pela boa condução dessa política.

Porém, em setembro/24, as direções se inverteram. Os EUA caem juros em 0,5%, Brasil sobe a SELIC em 0,25%, ambos iniciando seus respectivos ciclos de queda e de alta. O que deu errado?

Na verdade, o problema não se resume ao lado da demanda. O fato concreto é que o PIB potencial brasileiro “não aguenta” um crescimento ao redor de 3% a.a por 3 anos seguidos (2022, 23 e 24). Fora a expansão pós-pandemia em 2022, quando a atividade rebotou 5% ao ano. Nosso juro real de equilíbrio estimado, por problemas estruturais de nossa economia, saltou de 3,5% para 4,5% no período. A oferta não consegue responder ao crescimento da demanda nesse patamar.

No Brasil, o IPCA, em todas as janelas de tempo, está correndo acima da meta de 3% ao ano: o indicador corrente de 12 meses atingindo 4,5% (inflação de serviços como destaque negativo); expectativa no FOCUS para 2024 em 4,37%; para 2025 em 3,97%; e, para 2026, em 3,60% a.a.

Para piorar, cabe destacar que greve convocada pelos funcionários do IBGE em protesto contra o presidente Márcio Pochman gerou especulações sobre a credibilidade do cálculo dos índices de inflação.

O discurso duro do COPOM, tanto no comunicado pós-reunião como na ata, foi a surpresa da decisão sobre a já esperada elevação da taxa SELIC para 10,75% a.a. Na realidade, “foi um discurso forte mais compatível com 0,5% de elevação do que de 0,25%”. O destaque foi o apontamento de uma projeção de IPCA de 3,5% a.a no horizonte relevante de tempo. Além disso, o BC apontou que os riscos estão assimétricos na direção da piora desse número: Inflação corrente, expectativas desancoradas e economia aquecida (mercado de trabalho firme, com o CAGED criando 200 mil empregos por mês e taxa de desemprego em 6,2%). A política fiscal nunca é questionada diretamente, mas sempre há uma subliminar mensagem que, sem a ajuda nesse campo, será muito difícil trabalhar com juros mais baixos.

Enquanto isso, o FED, acusado por muitos de estar “atrás da curva”, surpreendeu ao reduzir a taxa básica em 0,5%. A inflação (lentamente, é verdade) começa a convergir para a meta informal de 2% a.a. O grande receio, no entanto, é por um pouso forçado da atividade. A maior dúvida fica sobre o orçamento total de afrouxamento até o final de 2024, nas duas reuniões que faltam. Mas o Presidente Jerome Powell tratou de esfriar o otimismo do mercado, afirmando que “0,5% não é o ritmo necessariamente para as próximas reuniões”.

Uma forte potencial razão para o gradualismo do BC brasileiro pode residir na expectativa quanto ao comportamento do Real, que vem sofrendo importante desvalorização no ano. Se as estimativas embutidas nos mercados de juros se confirmarem (ciclo de 1,5% de alta no Brasil e de 0,75% nos EUA), o diferencial de juros se ampliará, no mínimo, em 2,25% já em 2025, o que pode beneficiar a moeda brasileira e, por conseguinte, a inflação. Mas cabe lembrar que as operações de *carry trade* usando o iene japonês foram maciçamente realizadas nas últimas décadas. É otimista achar que o processo de reversão já se encerrou em apenas seis meses, depois do abandono da política de juro zero pelo BC japonês. Trata-se de uma pressão constante.

Aos investidores, no entanto, continuam com preocupações fiscais que impactam o câmbio. Cabe ressaltar que, por mais que despesas como o auxílio-gás, gastos com as enchentes do RS e com queimadas pelo Brasil, pagamento de precatórios e outros, sejam retirados do resultado primário, elas representam fonte real de demanda. Isso, a “canetada”, seja do Executivo, Legislativo e Judiciário, não resolve. Não dá para “carimbar” os gastos em termos de pressão no mercado, influenciando também as expectativas de inflação.

Além disso, observa-se uma nítida piora na composição da dívida, com o aumento da participação de títulos pós-fixados, o que encarece o custo em um ambiente de juros em alta. Nesse ano, 65% da emissão de papéis foram concentrados em LFTs, ficando apenas 24% em prefixados (LTN+ NTN-F) e 11% de NTN-Bs.

Em termos de estoque, a participação de pós-fixados já alcança 47%, de índices de inflação 26%, de prefixados 22% e de câmbio 4%, em um claro movimento gradativo de piora.

Enquanto isso, o Banco Central Europeu (BCE), preocupado com atividade (que está esfriando) e diante de uma inflação decrescente, cortou mais uma vez a taxa básica em 0,5%, para 3,5% a.a. A seguir, podemos constatar os índices PMI ao redor do globo (lembrando que marcadores acima de 50 significam expansão da economia e abaixo de 50 são sinal de recessão).

Figura 1: PMIs pelo mundo do mês de setembro

Região / País	Industrial	Serviços	Global
Alemanha	40,3	50,6	47,2
Euro	44,8	50,5	48,9
Reino Unido	51,5	52,8	52,6
Estados Unidos	47,0	55,4	54,4

Fonte: Broadcast

O quadro mostra uma Alemanha e o resto região do Euro em uma situação complicada em termos de atividade (sobretudo no segmento industrial). Já os EUA e o Reino Unido, puxados pelo setor de serviços, estão com a economia mais aquecida.

Outra novidade no final do mês foi o anúncio de um pacote de medidas na China para estimular a economia. Dentre eles, tivemos um corte nos depósitos compulsórios, liberando R\$ 142 bilhões para os bancos, e a redução taxas de empréstimos hipotecários. Os preços das commodities acabaram sendo impactados positivamente pelas notícias, com o preço do minério subindo 7,7% em setembro.

Figura 2: Retorno dos ativos em setembro/24

Indicadores	ago/24	set/24	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	136.004	131.816	-3,08%
IBX	57.462	55.754	-2,97%
SMLL	2.125	2.031	-4,41%
S&P 500	5.648	5.762	2,02%
Russell 2000	2.128	2.230	4,81%
Câmbio			
Dólar/Real	5,66	5,45	3,85%
DXY	101,73	100,78	-0,93%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2033	12,15%	12,43%	0,28%
NTN-B 2027	6,54%	6,82%	0,28%
NTN-B 2055	6,24%	6,45%	0,21%
Swap DI x Pré 12 meses	11,44%	11,96%	0,52%
CDS Brasil 10 anos	2,38%	2,48%	0,10%
Treasury 2 anos	3,91%	3,66%	-0,25%
Treasury 10 anos	3,91%	3,81%	-0,10%
Commodities			
Petróleo Brent	76,32	72,35	-5,20%
Minério de Ferro	100,25	108,00	7,73%
Soja US\$ (CBOT)	1.000	1.057	5,70%

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

No mercado de renda variável, a concretização de um corte de juros nos EUA e na Europa levou a um bom desempenho nas bolsas globais.

Nos Estados Unidos, observou-se o bom comportamento, tanto das ações das grandes empresas do índice S&P500 (+2,02%), como das *small caps* do indicador Russell 2000 (+4,81%), na trajetória de uma alta consistente.

No Brasil, a elevação de juros básicos em 0,25% era mais do que antecipada pelo mercado. Mas o discurso mais duro do BC no comunicado pós-COPOM e na ata da reunião fez o mercado reprecificar toda a curva de juros, afetando os ativos de renda variável, tanto o Ibovespa (-3,08%) como no SMLL (-4,41%). **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, somente quatro experimentaram variação positiva no mês, enquanto dezoito ficaram no terreno negativo.**

No mercado de renda fixa local, a postura *hawkish* do Banco Central, sobretudo em seu discurso, ecoou por toda a curva de juros. Tanto os vértices curtos quanto os mais longos ficaram pressionados pela possibilidade de um ciclo maior de aperto da taxa SELIC e por um permanente questionamento em relação à política fiscal. Enquanto o *swap* de doze meses subiu de 11,44% para 11,96% a.a. (+52 pontos-base), a taxa do DI de dez anos se moveu de 12,15% para 12,43% a.a. (+28 pontos-base), desinclinando ainda mais a curva.

No mercado de NTN-Bs, o movimento se repetiu, tanto nos títulos mais curtos (2027: +28 pontos-base, de 6,54% para 6,82% a.a.), como nos mais longos (título 2055: +21 pontos-base, de 6,24 % para 6,45% a.a.), em uma alta mais pronunciada depois de uma acomodação observada nos meses anteriores.

A curva de juros das *treasuries* dos EUA sofreu nova queda em toda a sua extensão, recebendo bem a redução da taxa básica (0,5%) em magnitude maior que a esperada. Enquanto o rendimento da *Treasury* de 2 anos caiu de 3,91% para 3,66% a.a, a taxa do título de 10 anos decresceu de 3,91 % para 3,81% a.a, inclinando ligeiramente a curva.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em setembro/24, a tendência de depreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: -0,93%). O Real, com o aumento do diferencial de juros, valorizou-se em 3,85% em relação ao dólar.

Nos mercados de *commodities* que mais interessam ao Brasil, observou-se uma recuperação sobretudo no final do mês, com o anúncio de um pacote de estímulos na China, com valorização da cotação do minério-de-ferro (+7,73%) e da soja (+5,70%). Já ao cotação do petróleo, devido ao desequilíbrio (que parece estrutural) entre demanda e oferta mundial, seguiu o seu périplo de depreciação (-5,20%).

O Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap (CDS)*, seguiu o mau humor como os ativos brasileiros em setembro/24, oscilando de 2,38% para 2,48% a.a.

CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP FIA

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -2,06% versus variação de -2,97% do IBX em setembro/24. No ano, a performance do fundo atinge -10,54% contra -1,23% do IBX.

O Meta 11 Small Cap FIA alcançou rentabilidade de -4,50% versus -4,41% do benchmark SMLL em setembro/24. No ano de 2024, o fundo acumula -13,09% versus -13,67% do referencial. Em 24 meses, a cota sobe +5,70% versus -5,60% do SMLL.

Cabe ressaltar que há uma ação específica do índice SMLL - Ambipar - que subiu +90% em setembro/24 e +730% em todo o ano corrente. Não vamos entrar no mérito da qualidade da empresa e da ação nesse relatório, apenas indicar o efeito prático dessa forte e incomum valorização.

A contribuição para o SMLL para o mês de setembro, advinda somente da ação da AMBIPAR, foi de aproximadamente +2%. No ano de 2024, esse papel gerou incríveis cerca de +7% de alfa. Traduzindo, se a Ambipar, isoladamente, não participasse da composição do indicador, o SMLL teria caído cerca de 6,40% em setembro e 21% em 2024.

Portanto, a queda “real” do SMLL, sobretudo no ano, está “mascarada” pela performance de somente uma ação, a Ambipar.

O mercado acionário brasileiro registrou desempenho negativo em setembro, interrompendo a sequência de três meses consecutivos de valorização. Houve a coexistência de dois fatores com forças opostas: a queda de juros nos EUA em magnitude acima do esperado + a elevação da taxa SELIC no Brasil no ritmo aguardado, mas acompanhado de um discurso muito duro da autoridade monetária.

Observou-se, no entanto, a prevalência dos fatores negativos locais, e a desconfiança em relação ao compromisso fiscal do governo foi adicionada à equação. O juro mais alto afasta em geral o investidor pessoa física e institucional local pelo maior custo de oportunidade de se investir em renda fixa. Outro ponto importante é que a pior coisa para o ambiente de ativos de risco é a incerteza. Hoje, é muito difícil prever qual será o tamanho do ciclo de aperto monetário no Brasil. Com a inflação corrente e as expectativas do IPCA desancoradas em relação à meta, o trabalho do BC será árduo.

Por outro lado, o anúncio de um pacote de medidas na China – incluindo corte de compulsórios e de juros do sistema de hipotecas – catapultou no final do mês as ações dos setores de siderurgia e mineração. O minério-de-ferro, após três meses consecutivos de queda, voltou a subir fortemente (+7,7%).

Além disso, uma menor aversão a risco internacional e juros mais baixos podem trazer recursos de investidores estrangeiros para o Brasil. Como fator internacional negativo, existe a possibilidade de uma escalada na guerra Israel/Hezbollah/Hamas, com o envolvimento mais direto do Irã. Isso poderia conter a desvalorização do preço do petróleo, em queda livre nos últimos meses.

Para o mês que entra, esperamos que o mercado gradativamente “absorva” um patamar mais elevado de juros na economia e passe a perceber que o BC está fazendo o movimento correto. Isso deveria, com o passar do tempo, impactar de forma positiva (menos taxa) a curva longa.

No entanto, reconhecemos que é hora de evitar empresas alavancadas, seja em moeda local (sobretudo indexadas ao CDI) como em dólar. Devemos buscar companhias de qualidade com o endividamento controlado. Em uma recuperação de mercado (ano difícil para a Bolsa), serão as primeiras ações a se beneficiar.

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de setembro/24

Índices Meta Asset	setembro/24
Meta Índice Água e Saneamento	15,2%
Meta Índice Aéreas	10,6%
Meta Índice Mineração	8,2%
Meta Índice Siderurgia	4,0%
Meta Índice Tecnologia	-1,5%
Meta Índice Energia Elétrica	-1,6%
Meta Índice Shoppings Centers	-2,9%
IBX	-3,0%
Ibovespa	-3,1%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,3%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-3,5%
Meta Índice Bancos	-3,6%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-4,1%
Meta Índice Serviços Financ.	-4,2%
Meta Índice Construção	-4,2%
Meta Índice Logística	-5,4%
Meta Índice Exploração de Imóveis	-6,1%
Meta Índice Indústria	-6,2%
Meta Índice Locação de Veículos	-6,9%
Meta Índice Varejo	-8,0%
Meta Índice Saúde	-8,6%
Meta Índice Supermercados	-8,6%
Meta Índice Frigoríficos	-10,2%
Meta Índice Agricultura	-14,8%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Apenas quatro índices setoriais estruturados pela Meta Asset (de vinte e dois no total) experimentaram variação positiva no mês de setembro/24.

Em primeiro lugar, apareceu o setor de saneamento (+15,2%), graças à alta de alguns papéis específicos, sobretudo Ambipar (+90%) em mais um movimento técnico de cobertura de posições vendidas; Orizon (+3%), por conta do fechamento de novos negócios no campo do biometano; e Sanepar (3%), pela expectativa de recebimento de recursos de uma vitória judicial.

Em seguida, veio no segmento de aéreas (+10,6%), com a queda forte do preço de petróleo, que culminou na redução da cotação do querosene da aviação pela Petrobras. Cite-se o desempenho de Azul (+ 16%) e Gol (+2%).

Em terceiro e quarto lugares apareceram os setores de mineração (+8,2%) e o de siderurgia (+4,0%), por conta do anúncio de um pacote de incentivo na China para reativar a economia: CSN Mineração (+21%), CBA (+10%), Vale (+7%), CSN (+9%) e Gerdau (+5%);

Já o segmento de agricultura (-14,8%) acabou sendo impactado pela forte queda do preço de algumas ações específicas como Agrogalaxy (-52%), pelo pedido de recuperação judicial e Boa Safra (-8%), contaminada pelos efeitos potenciais da seca e pelas queimadas na agricultura em quase todo território brasileiro.

Em seguida, veio o nicho de frigoríficos (-10,2%), em uma realização de lucros da forte alta dos papéis nos últimos meses. Destaque para Minerva (-15%) e BR Foods (-10%).

Figura 4: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2024

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Água e Saneamento	89,8%
Meta Índice Frigoríficos	31,2%
Meta Índice Exploração de Imóveis	18,2%
Meta Índice Serviços Financeiros	15,6%
Meta Índice Bancos	4,1%
IBX	-1,2%
Meta Índice Energia Elétrica	-1,5%
Ibovespa	-1,8%
Meta Índice Materiais Básicos	-2,3%
Meta Índice Logística	-3,5%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-7,6%
Meta Índice Mineração	-10,2%
Meta Índice Industria	-10,2%
Meta Índice Shoppings Centers	-10,4%
Meta Índice Tecnologia	-11,2%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-14,6%
Meta Índice Construção	-19,7%
Meta Índice Siderurgia	-21,3%
Meta Índice Saúde	-21,9%
Meta Índice Supermercados	-22,8%
Meta Índice Varejo	-29,3%
Meta Índice Agricultura	-32,5%
Meta Índice Locação de Veículos	-36,3%
Meta Índice Aéreas	-75,9%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano de 2024, destaque positivo para os segmentos de água e saneamento (+89,8%) e frigoríficos (+31,2%). Já as menções mais negativas ficam para os indicadores de aéreas (-75,9%) e locação de veículos (-36,3%).

Caso de investimento: Armac (ARML3)

Histórico da Empresa

Fundada em 1994 por José Augusto Carvalho Aragão e sua esposa, Lúcia Rosa Pereira Aragão, a Armac começou oferecendo serviços de terraplanagem para pequenos clientes locais. Este modelo de negócios se manteve até 2009, quando a empresa passou a priorizar o aluguel de máquinas e equipamentos pesados, anteriormente usados na prestação de serviços da companhia.

Em 2013, José Augusto Pereira Aragão, o filho mais novo do casal fundador, entrou para a empresa com o objetivo de executar a estratégia

de locação de equipamentos. Dois anos depois, Fernando Pereira Aragão, também filho do casal, se juntou ao negócio, após atuar no mercado financeiro por cinco anos. Juntos, implementaram uma nova estratégia de negócios.

A mudança no foco para locação de máquinas, combinada ao *turnaround* conduzido pela nova gestão a partir de 2013, foi crucial para a longevidade da empresa, que já havia passado por dois pedidos de falência. Em junho de 2020, a Gávea Investimentos adquiriu 29% do capital social da Armac, com um aporte de R\$ 125 milhões, aumentando sua participação para 40% em fevereiro de 2021, acelerando o crescimento da companhia.

Em julho de 2021, a Armac realizou seu IPO na B3, captando R\$ 1 bilhão. No mesmo ano, a empresa efetuou duas aquisições estratégicas: RCB e Bauko Movimentação.

O Mercado de Linha Amarela no Brasil

Dada a escassez de dados consolidados sobre o setor, estima-se o mercado endereçável de Equipamentos no Brasil – o estoque de máquinas em operação – a partir de premissas de vida útil da frota vendida nos últimos anos. Entre 2004 e 2023 foram vendidos cerca de 800 mil equipamentos pesados no país. Se presumirmos, de forma conservadora, que equipamentos pesados possuem vida útil de 10 anos de operação, cerca de 450 mil desses equipamentos segue em atividade no país (número maior quanto maior for a estimativa de vida útil dos ativos).

Figura 1 – Frota de Linha Amarela Estimada em Operação

	Frota em Operação (em milhares)		
	10 anos	15 anos	20 anos
Pás-Carregadeiras	49	68	80
Escavadeiras	60	83	95
Tratores de esteira	6	11	13
Retroescavadeira	57	98	112
Rolos Compactadores	11	22	26
Motoniveladoras	14	25	29
Minicarregadeiras	10	22	24
Manipulador Telescópico	2	2	2
Caminhão Basculante	203	277	294
Caminhão Pipa	42	59	62
Total	454	667	736

Fonte: ABIMAQ, ANFIR, Armac

Considerando uma vida útil de 15 anos, pode-se dizer que a frota somente de linha amarela em atuação no país chega a aproximadamente 330 mil unidades (considerando as quantidades relativas às pás-carregadeiras até manipulador telescópico). Assim, o mercado principal de atuação da

Armac, constituído pela frota de linha amarela somada aos caminhões de apoio, consistiria em cerca de 720 mil unidades.

Para dimensionar o valor desse mercado, uma estratégia simples é multiplicar o preço médio atual dos equipamentos pelas unidades em operação. Os valores são baseados nos preços praticados pelas principais montadoras no Brasil. Dessa forma, o valor de reposição da frota de equipamentos pesados em operação no país pode variar entre R\$ 310 bilhões e R\$ 491 bilhões, dependendo das premissas de vida útil utilizadas. Essa estimativa de valor de reposição reflete o montante que os clientes finais teriam que pagar para renovar suas frotas e manter a operação contínua dos negócios, evidenciando a relevância financeira desse mercado.

Figura 2 – Valor de Reposição Estimado da Frota em Operação

	Valor de Mercado Considerado R\$ / unidade	Valor de Reposição da Frota em Operação (R\$ bilhões)		
		10 anos	15 anos	20 anos
Pás-Carregadeiras	630.000,00	31	43	50
Escavadeiras	900.000,00	54	75	85
Tratores de esteira	1.100.000,00	7	12	14
Retroescavadeira	325.000,00	19	32	36
Rolos Compactadores	440.000,00	5	10	11
Motoniveladoras	1.140.000,00	16	28	33
Minicarregadeiras	205.000,00	2	4	5
Manipulador Telescópico	590.000,00	1	1	1
Caminhão Basculante	740.000,00	150	205	217
Caminhão Pipa	604.200,00	25	36	38
Total		310	446	491

Fonte: ABIMAQ, ANFIR, Armac

Uma segunda variável relevante para entender a evolução do mercado de locação de equipamentos pesados é a penetração da frota locada. Assumindo diferentes taxas de penetração, isto é, a proporção de máquinas em operação que estão sob controle de empresas locadoras, podemos estimar tanto a frota total em operação disponível para locação, quanto seu valor de reposição. Segundo o estudo da SOBRATEMA, o nível de penetração de locação em 2022 e 2023 no Brasil foi de 26%, o que levaria a uma frota locada estimada entre 113 mil e 184 mil ativos. Nesse cenário, a Armac teria entre 3% e 5% de *market share*, apenas.

Figura 3 – Mercado Endereçável com base na Penetração Estimada

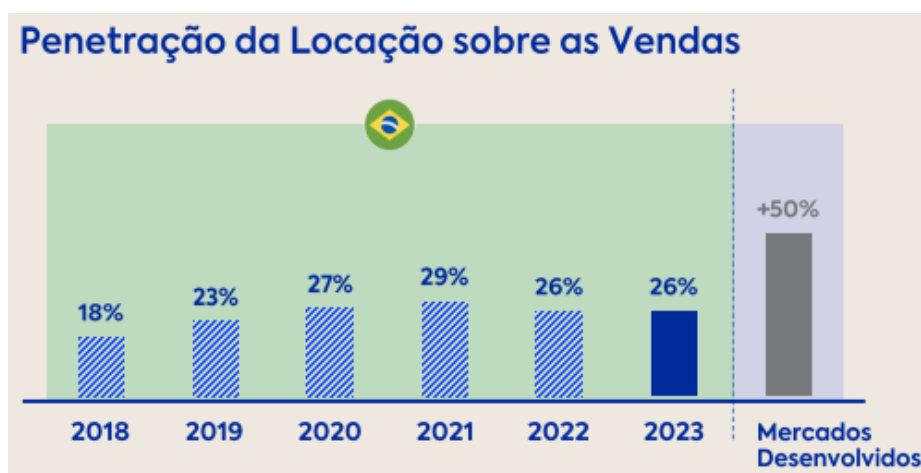
Tamanho do Mercado em Cenários de Penetração de Locação de Máquinas			
Vida Útil da Frota	10 anos	15 anos	20 anos
Tamanho da Frota (000 unidades)	454	667	736
Taxa de Penetração Locação (% da frota de maq.)	Tamanho da Frota Disponível para Locação		
25%	113	167	184
50%	227	334	368
75%	340	500	552
100%	454	667	736
Market share estimado ARMAC em diferentes cenários de taxa de penetração de locação (com base no No. De Máquinas)			
25%	5,2%	3,5%	3,2%
50%	2,6%	1,8%	1,6%
75%	1,7%	1,2%	1,1%
100%	1,3%	0,9%	0,8%

Fonte: Armac

Considerando que as locadoras cobram ao mês, em média, 4% a 5% do valor do ativo, chegaríamos em uma receita potencial do mercado de locação entre ~R\$ 42 bilhões e ~R\$ 63 bilhões, dependendo da premissa de vida útil dos ativos, assumindo uma penetração de ~25%. Para efeitos de comparação, a Receita Bruta de Locação que estimados para a Armac em 2024 é de “apenas” ~R\$ 1,8 bi.

O mercado brasileiro de locação de máquinas e equipamentos ainda é relativamente incipiente, quando comparado a mercados desenvolvidos, como Estados Unidos, Reino Unido e Japão, em que a locação de equipamentos ultrapassa 50% de penetração. Assim, a Armac se beneficia tanto da tendência de crescimento do mercado de locação, quanto de uma possível tendência de consolidação.

Figura 4 – Penetração da Locação sobre as Vendas



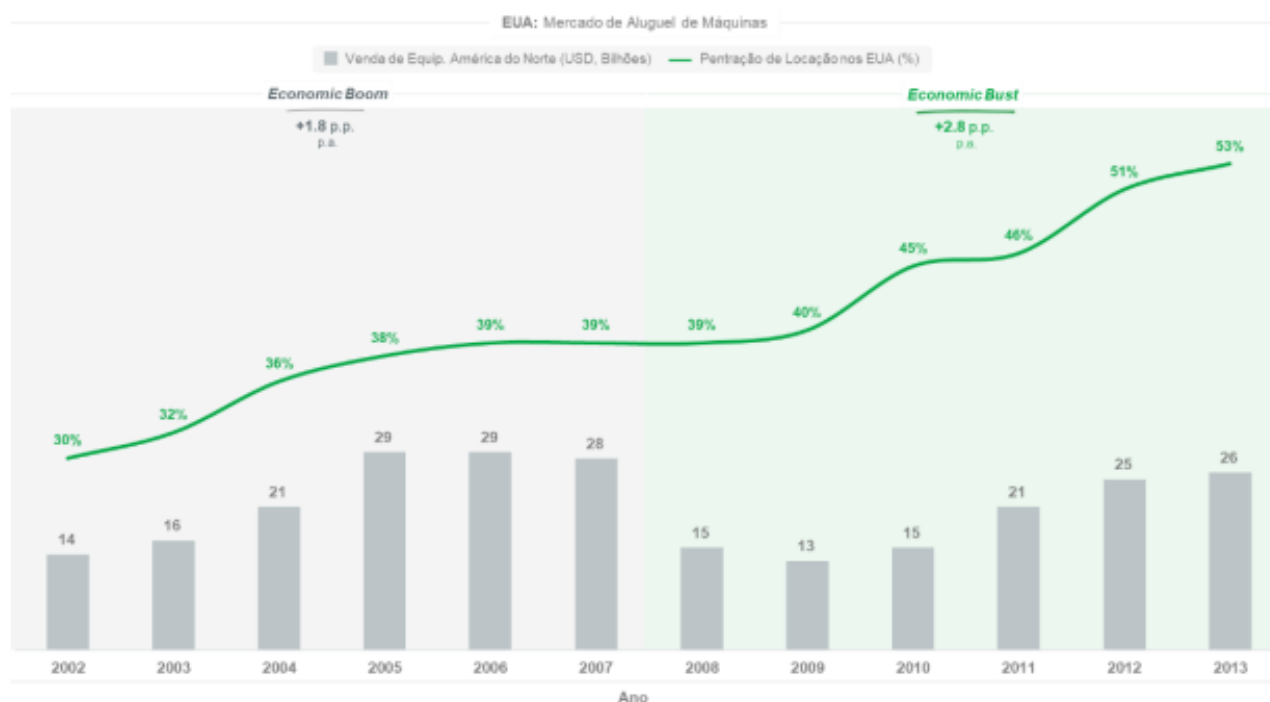
Fonte: Armac

Adicionalmente, podemos simular o potencial de expansão do mercado brasileiro de locação como um paralelo ao caminho percorrido por

economias desenvolvidas até alcançarem os níveis atuais de penetração de locação. Nos Estados Unidos, por exemplo, o nível de penetração de locação de equipamentos em relação ao mercado total de equipamentos não ultrapassava os 30% em 2002, com um mercado avaliado em aproximadamente US\$ 14 bilhões. Quase 11 anos mais tarde, e após enfrentar uma grave depressão econômica, o mercado de locação alcançava uma penetração de 53% em 2013, crescendo seu valor de mercado a uma taxa média de aproximadamente 6% ao ano.

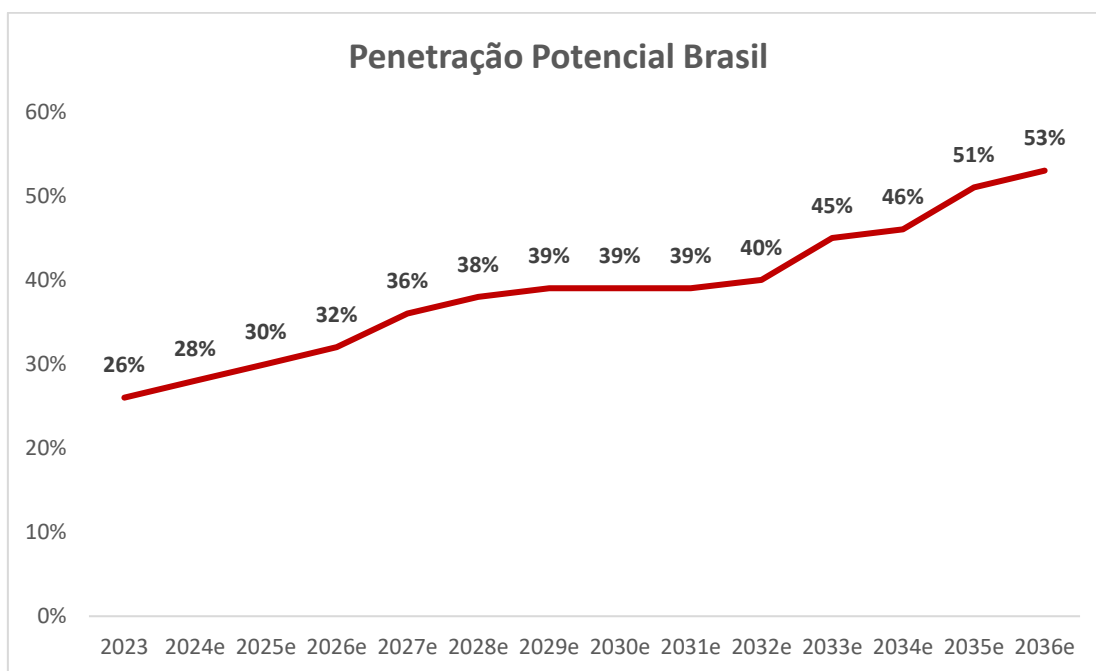
Importante destacar que a evolução da penetração norte-americana acelerou durante e após o período de crise. O comportamento anticíclico da penetração é prova da natureza defensiva da opção de alugar ao invés de comprar equipamentos.

Figura 5 – Evolução da Penetração de Locação nos EUA



Se compararmos com o Brasil, vemos o mercado amadurecendo com um *lag* de aproximadamente 23 anos frente aos EUA, o que nos leva a esperar uma retomada gradual nos próximos anos, com uma oferta melhor e mais adequada de produtos. Assumindo que o Brasil siga a evolução que os Estados Unidos apresentaram entre 2000 e 2013, o país atingiria uma penetração acima de 50% em 2036.

Figura 6 – Evolução Estimada da Penetração de Locação no Brasil



Fonte: Meta Asset

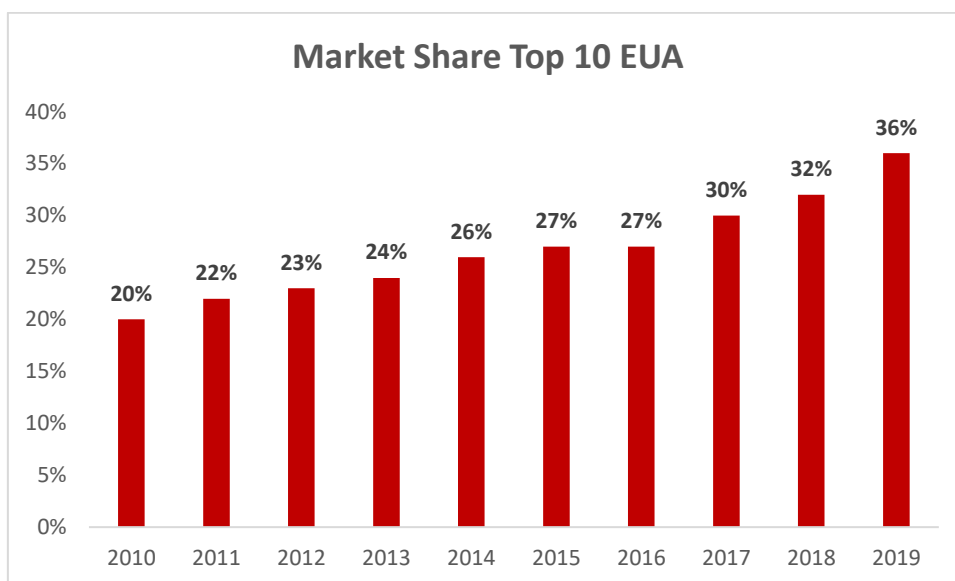
Segundo associações do setor, essa penetração no Brasil deveria seguir aumentando com o tempo, podendo atingir ~35% em 2028. Esse crescimento se dá pela atratividade do aluguel com relação ao custo de ter de fato o ativo, que fica cada vez mais clara para os clientes.

Figura 7 – Comparação de Custos de Compra e Aluguel

Total ownership cost		Rental cost	
Equipment price (R\$)	750,000	New equipment price (R\$)	750,000
Down payment (R\$)	225,000	Discount to buy	30%
Interest expenses (R\$)	163,051	Monthly lease rate vs. list	3.7%
Maintenance (R\$)	916,711	Contract period (months)	48
Depreciation cost (R\$)	200,000	Rental cost	1,332,000
Insurance (R\$)	148,500	Cash interest	137,751
Total cost (R\$)	1,428,263	Total cost (R\$)	1,194,249
		Savings (%)	16%

Fonte: Bradesco BBI

Além do crescimento estrutural do mercado de locação nos EUA, vimos uma clara tendência de consolidação, com os grandes players se tornando ainda mais relevantes. Esse pode ser um bom sinalizador para o mercado brasileiro, e a Armac poderia consolidar ainda mais sua liderança.

Figura 8 – Market Share dos 10 Maiores Players nos EUA

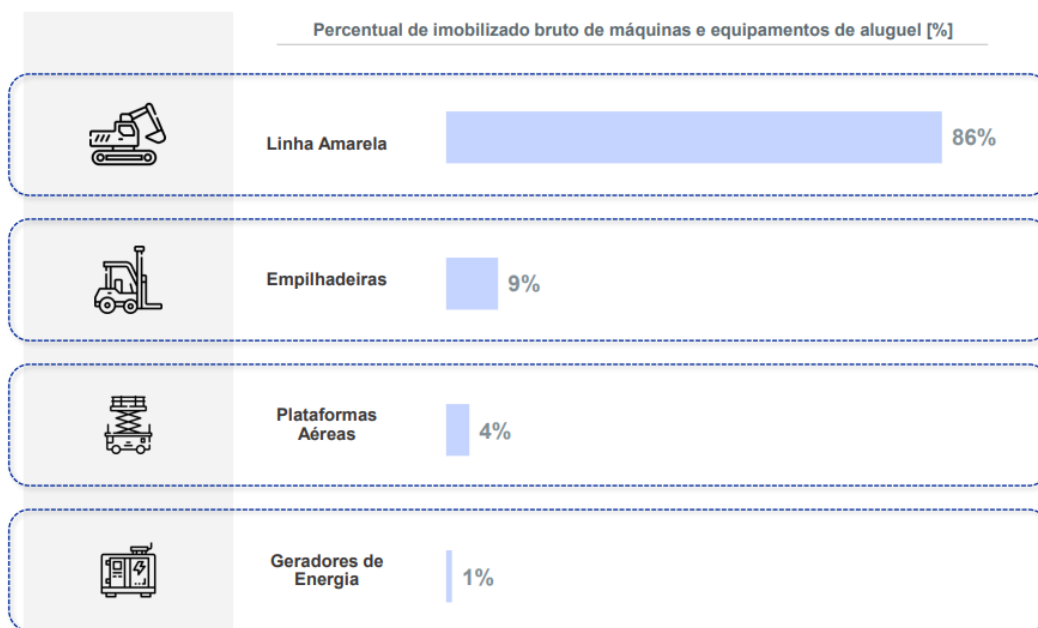
Fonte: ARA

Modelo de Negócios

A Armac é a maior empresa de locação de máquinas e equipamentos de linha amarela no Brasil, um mercado que inclui equipamentos como escavadeiras, pás-carregadeiras e motoniveladoras, além de outros ativos essenciais para setores como construção, mineração e agronegócio. A empresa também oferece locação de plataformas elevatórias, empilhadeiras, geradores de energia e caminhões de apoio, possuindo com uma frota total de cerca de 11 mil ativos.

Os principais clientes atendidos atuam nos setores de logística agrícola, agroindustrial, fertilizantes, mineração, papel e celulose, alimentos e bebidas, transportes e infraestrutura, segmentos que se beneficiam das vantagens comparativas estruturais e de longo prazo do país.

Figura 9 – Representatividade no Imobilizado Bruto



Fonte: Armac

A Linha Amarela, que é o foco da companhia, é muito intensiva em manutenção, diferente de outros segmentos. Estima-se que um equipamento do nicho de atuação da Armac quebre 5,2x mais que uma Plataforma Elevatória, e cada ordem de serviço leva 1,7x mais tempo, levando a 8,8x mais recursos necessários por máquina. Com isso, o diferencial no serviço é fundamental neste segmento.

Figura 10 – Demanda por Serviços de Manutenção em Linha Amarela

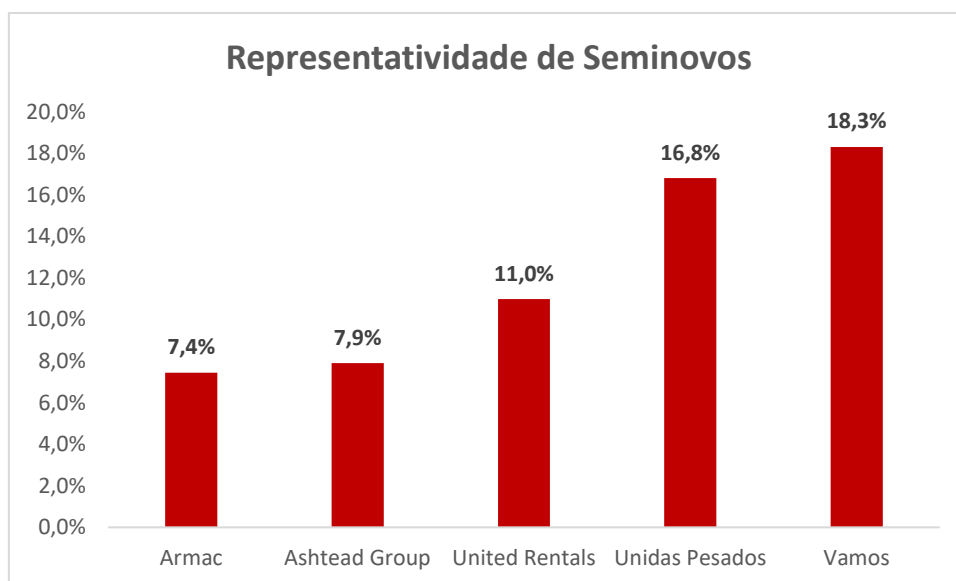


Fonte: Armac

A companhia opta por utilizar o ativo até sua exaustão, o que aumenta o custo de manutenção, mas reduz o risco da venda de seminovos (e a

dependência do valor residual na TIR do ativo). Segundo a Armac, esse modelo gera um retorno ajustado ao risco substancialmente maior do que contratos menores. Isso porque em contratos mais curtos a barreira de entrada é menor, logo o risco de competição é maior, e o retorno depende mais da venda do seminovo, cuja dinâmica é bastante volátil. Além disso, a companhia consegue comprar ativos e equipamentos com 15% a 20% de desconto em função de sua escala, o que aumenta substancialmente seu retorno.

Figura 11 – Representatividade de Seminovos na Receita de Locação em 2023



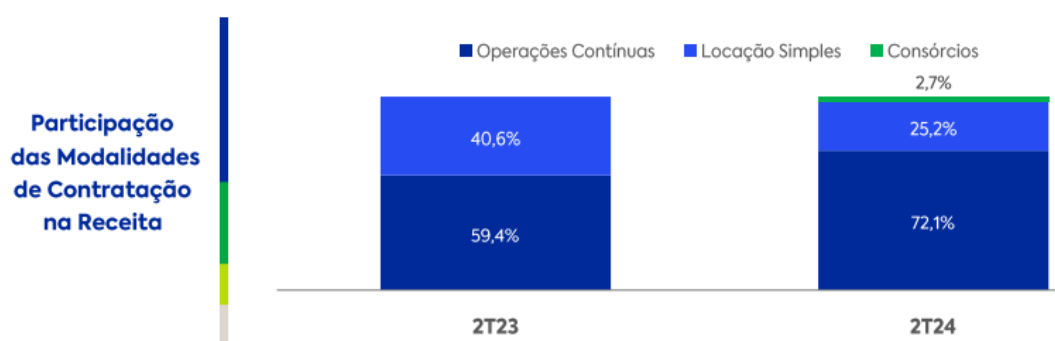
Fonte: Companhias

A companhia atua principalmente em dois tipos de contratos: “Operações Contínuas” e “Locação Simples”. O modelo de Operações Contínuas é voltado para clientes que necessitam de longos períodos de locação, geralmente em setores estratégicos como fertilizantes, agroindústria, mineração, papel e celulose, e alimentos e bebidas. Esses contratos são caracterizados pela alta previsibilidade e segurança operacional, com prazos que chegam a quatro anos ou mais. Além disso, se comprometem em manter as máquinas em operação com índices de disponibilidade superiores a 95%, com prazo para manutenção de menos de 24 horas e reposição de maquinário danificado em até 48 horas.

Além das economias que se entrega aos clientes com a verticalização e desintermediação da manutenção, um grande diferencial desse tipo de contrato é que oferece a flexibilidade de devolução ou substituição de equipamentos sem custo quando suas necessidades operacionais mudam. Dessa forma, a companhia é capaz de reduzir tempo ocioso dos ativos para seus clientes e gerar uma grande eficiência em seus processos.

Para viabilizar a flexibilidade de substituição ou devolução dos equipamentos de demanda recorrente, a companhia também atua no contrato denominado “Locação Simples”, atendendo principalmente a demanda do segmento de infraestrutura. A Armac atua no modelo de *asset sharing*, no qual oferece máquinas sem períodos mínimos de locação. Esse é um modelo de negócios consolidado em países desenvolvidos, como nos Estados Unidos, mas que ainda tem baixa adoção no Brasil. Para esses clientes, a flexibilidade da contratação apenas para o período de seu projeto é o grande pilar da proposta de valor do contrato. A receita de contratos de longo prazo (“Operações Contínuas”) representou 72,1% do consolidado no 2T24, frente a 59,4% no 2T23.

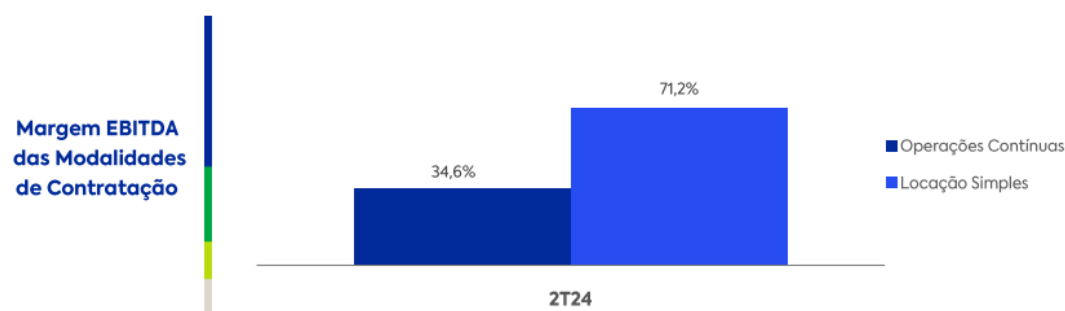
Figura 12 – Representatividade na Receita da Armac



Fonte: Armac

Esse segmento possui margens consideravelmente menores que a Locação Simples, mas apresenta maior resiliência. Além disso, entendemos que a margem do segmento de Operações Continuadas ainda está abaixo do potencial.

Figura 13 – Margem EBITDA por Tipo de Contrato



Fonte: Armac

Para estimar o retorno médio de ativo para a Armac, assumimos que a companhia o utiliza por ~5 anos em um contrato de Operações Contínuas, e a partir do 6º ano passa a realocar em contratos spot. Estimamos que a consigam obter um desconto de ~15% na aquisição, e cobram um aluguel mensal bruto de ~7% sobre o seu preço de compra nos contratos de

Operações Contínuas, e ~4,5% em contratos Spot. O maior *yield* no primeiro caso se dá pela maior agregação de serviços ao longo do contrato.

Estimamos uma Taxa de Utilização de ~95% em Operações Contínuas, e ~70% no Spot, com Margens EBITDA de 35% e 65%, respectivamente. Assumindo também que o ativo deprecia ao longo de 15 anos, que há um diferimento de IR por 4 anos, e que será vendido no 10º ano de utilização a 40% do valor na época da compra, enxergamos uma TIR Real Desalavancada bastante satisfatória para o projeto, em ~19%. Os valores relacionados a fluxo são representados na base 100, e assumimos margens a nível da empresa, levando em conta o G&A corporativo correspondente.

Figura 14 – Premissas Utilizadas para Unit Economics

	Op.Cont	Spot
Preço do Ativo	100	100
Desconto Armac	15%	15%
Yield Mensal (Bruto)	7,0%	4,5%
Aluguel Mensal	6	4
Taxa de Utilização	95%	70%
Margem EBITDA	35,0%	65,0%
Taxa de Depreciação	6,7%	6,7%
IR/CSLL	34,0%	34,0%
Deduções	9,8%	9,8%
Preço de Venda	40,0%	40,0%

Fonte: Meta Asset

Figura 15 – Unit Economics

Mix Op.Cont/Spot	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EBITDA	-	21	21	21	21	19	19	19	19	19	19
Capex	(85)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venda do Ativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40
IR/CSLL	-	-	-	-	-	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(18)
FCFF	(85)	21	21	21	21	14	14	14	14	14	41

TIR Real (Desalavancada) **19%**

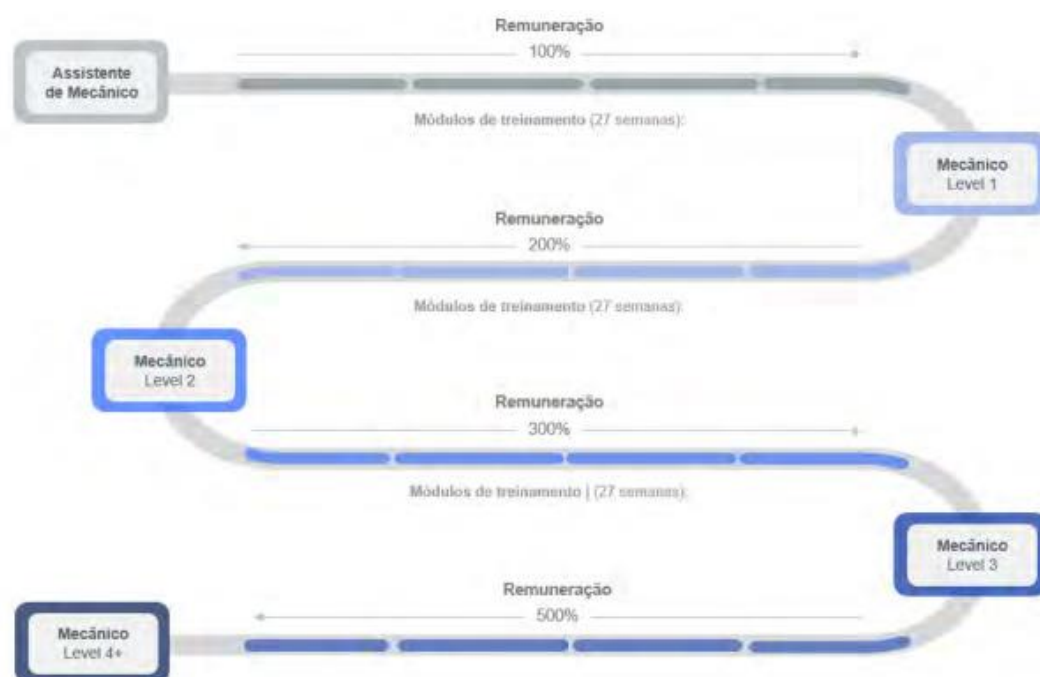
Fonte: Meta Asset

Por focar em contratos de longo prazo, o modelo de negócios da Armac possui uma maior barreira de entrada, dado que requer uma grande expertise na manutenção do ativo e controle de custos. Para isso, a companhia possui um programa de treinamento intensivo de mecânicos, com um plano de carreira bem definido e alta capacidade de retenção, com programa de sócios. Esse programa, denominado “Graxinhas Armac”, foi criado há 9 anos, e consiste em módulos de 3 a 4 meses, com aulas

online e presenciais, abrangendo uma vasta gama de conteúdos: hidráulica, reparação eléctrica, electrónica, mecânica diesel, reparação de pneus, pintura, etc. Em relação ao plano de carreira, os mecânicos tendem a ingressar na empresa como “nível 1”, gradativamente progredindo para o “nível 4”, quando podem ganhar cerca de 6x o salário-mínimo BZ ou mais, e se tornarem um sócio. Esta evolução ao longo do tempo dependerá de: 1) há quanto tempo trabalham lá, e 2) validação ou recomendação do superior para promoção. Após esta recomendação, os mecânicos devem passar por um teste, após o qual passam para a próxima posição até atingir o “nível 4”. Depois, podem se tornar líderes de uma área operacional ou migrar para uma área corporativa.

Os mecânicos possuem um plano de carreira bem estruturado e um plano de remuneração que inclui um programa de “Phantom Shares” da companhia, que se estende ao pessoal operacional, incluindo mecânicos, motoristas de logística, líderes de fábrica, líderes de unidades de treinamento, gerentes de contrato, etc. A equipe operacional possui remuneração variável e metas individuais. Atualmente, a grande maioria dos mecânicos que recebeu “ações fantasmas” também podem aderir ao plano de opções de ações no futuro.

Figura 16 – Plano de Carreira de um Mecânico da Armac



Fonte: Armac

“What is Armac's secret sauce? A culture with well-trained mechanics with a career plan and deep industry expertise accumulated over the last 29 years... In our view, this structure has some similarity to a career in investment banking, given that Fernando Aragao, Armac's CEO, began his career in banking. This program

creates a strong company culture with employees focused on maintaining high service level agreements and client experience.” (Bradesco BBI, 10/23)

Esse modelo de negócios é viabilizado pela sua expertise em manutenção, construída ao longo de 30 anos de atividade. Durante esse período, a companhia verticalizou e desintermediou as cadeias tradicionais de peças e serviços, capturando uma parcela relevante das margens usualmente repassadas aos clientes de serviços de manutenção e gerando eficiências no custo de manutenção. Parte destas margens é reflexo de um conflito de interesses natural entre as redes de concessionários e os proprietários de máquinas.

Em geral, existe uma assimetria de informação entre o mecânico responsável pelo diagnóstico do equipamento e o proprietário da máquina. Inserido em um contexto empresarial no qual a manutenção é tratada como um centro de receita, os objetivos do mecânico e do proprietário conflitam, gerando uma ineficiência relevante na cadeia.

Dito isso, dado o excelente retorno prospectivo de novos contratos, é de se esperar que a Armac priorize o crescimento orgânico. Porém, surgem situações em que uma aquisição seja tão atrativa, que compense realocar esse capital de um possível novo contrato, como ocorreu com a RCB, Bauko e Terram. Essa última foi adquirida a incríveis 2,2x EBITDA e 3,3x Lucros de 2023.

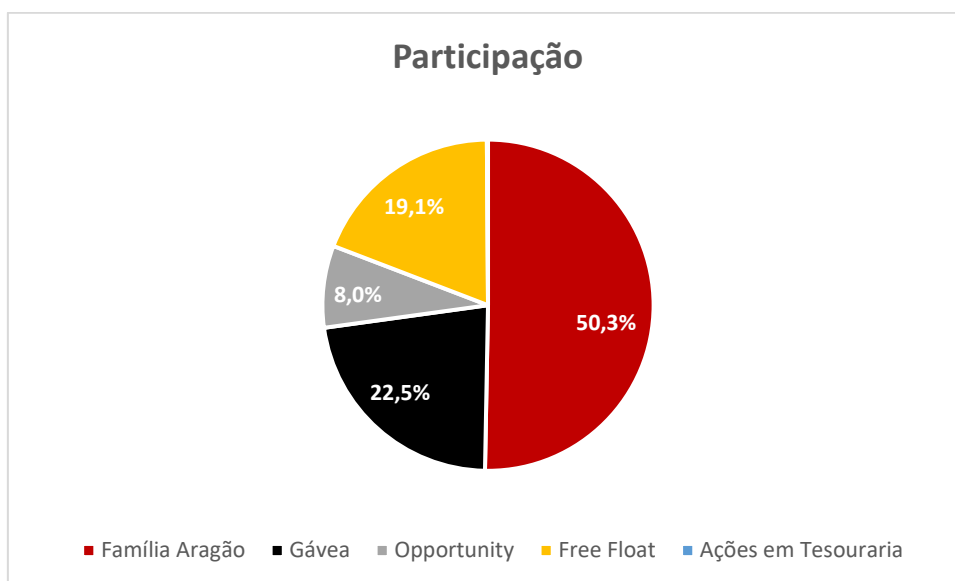
Figura 17 – Histórico de Aquisições da Armac

	Valor de Aquisição	Frota Total	Receita Bruta	EBITDA	Lucro Líquido	EV/Ativo	EV/Receita	EV/EBITDA	P/E
RCB	43	354	19	-	-	120	2,2	-	-
Bauko	254	2.894	229	58	-	88	1,1	4,4	-
Terram	100	300	150	45	30	333	0,7	2,2	3,3

Fonte: Armac

Governança

A Armac é controlada pela família fundadora, com 50,2% do capital, e possui acionistas relevantes como a Gávea, com 22,5% e o Opportunity, com 8,0%.

Figura 18 – Estrutura Acionária da Armac

Fonte: Armac

O CEO, Fernando Aragão, é filho de José Augusto C. Aragão, fundador da companhia e presidente do conselho, que também conta com José Augusto P. Aragão, outro filho de José, e o próprio Fernando. Como discutido anteriormente, José (filho) iniciou o *turnaround* em 2013, e a partir de 2015 dividiu a gestão da Armac com Fernando, migrando recentemente para o conselho.

Além disso, entendemos que as habilidades de cada membro citado são complementares, o que é essencial para a perenidade do negócio. José Augusto (filho) sempre teve uma dedicação operacional, trabalhando como mecânico no começo de sua jornada na Armac, enquanto Fernando iniciou carreira no mercado financeiro, e agrega uma visão mais financeira ao negócio, focando em rentabilidade sobre o capital empregado e geração de valor. Por fim, José Augusto (pai) contribui com sua vasta experiência e apresenta uma visão mais estratégica a partir de sua posição como presidente do conselho.

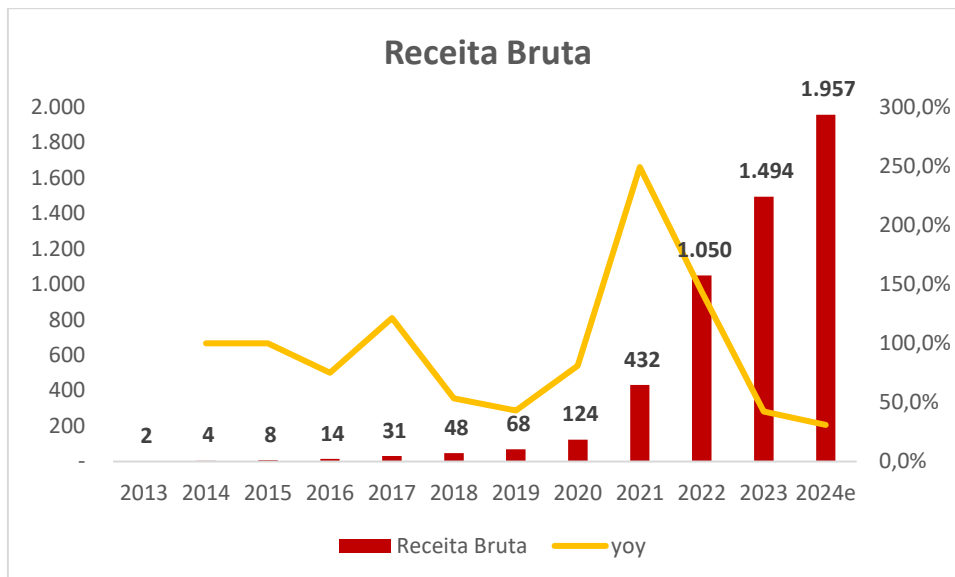
Gostamos do alinhamento de interesses com o acionista minoritário que essa estrutura apresenta, tanto por meio da participação acionária, quanto através da gestão em si. Isso possibilita que o management tome medidas duras no curto prazo, mas que podem ser fundamentais para a sustentabilidade da geração de valor a médio/longo prazo. Inclusive, é exatamente o que vem acontecendo, e que será discutido na próxima seção.

Análise Financeira

A companhia apresentou um crescimento exponencial desde o *turnaround* no começo da década passada, tendo acelerado ainda mais com o aporte

da Gávea e, posteriormente, com o IPO. Entre 2013 e 2019 (antes dos aportes), o CAGR de Receita Bruta foi de ~80%, e nos últimos 10 anos foi de ~86%.

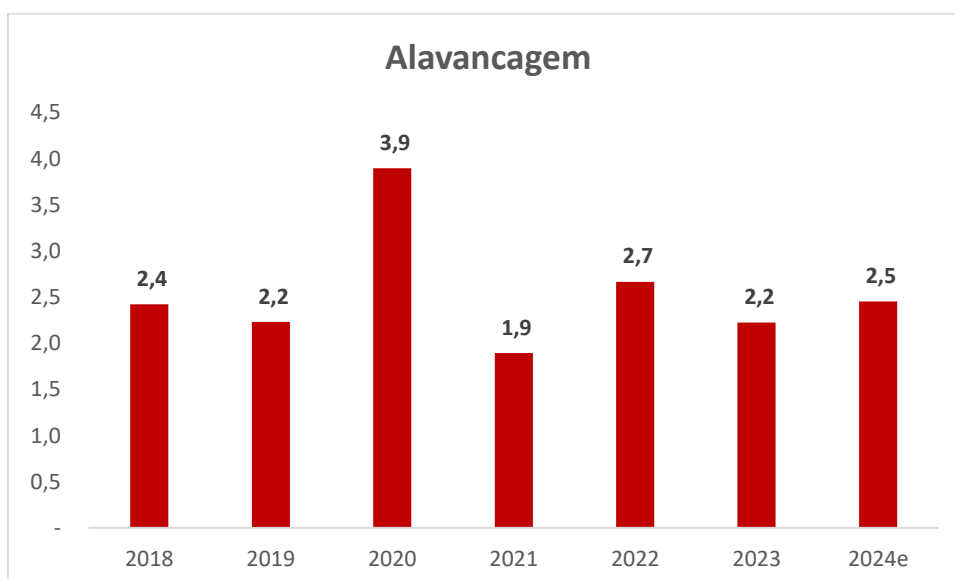
Figura 19 – Receita Bruta da Armac (R\$ mil)



Fonte: Armac

Nos chama a atenção que todo esse crescimento veio sem um comprometimento de sua estrutura de capital. No passado recente, a alavancagem só superou 3x em 2020 e, mesmo antes dos aportes, estava abaixo de 2x.

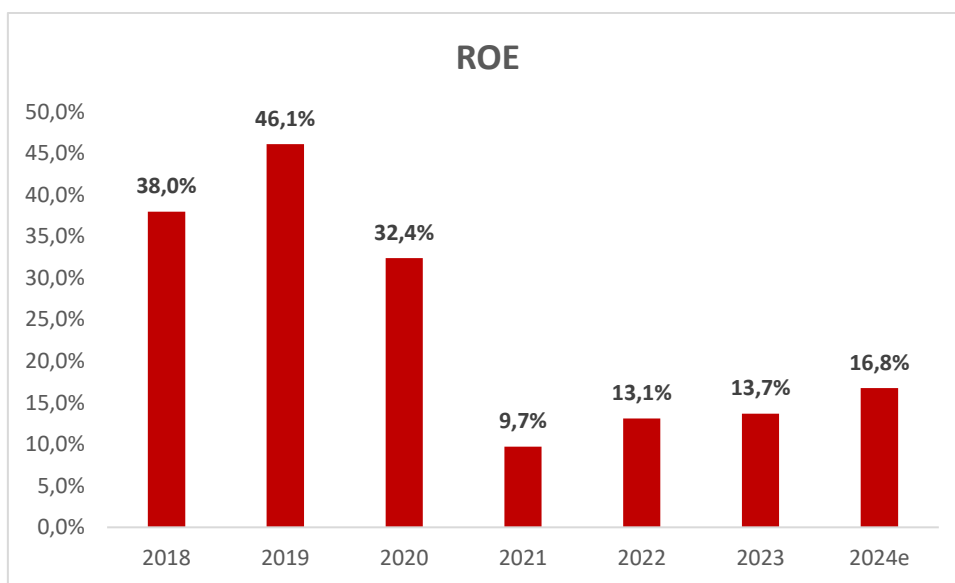
Figura 20 – Dívida Líquida/EBITDA da Armac



Fonte: Armac

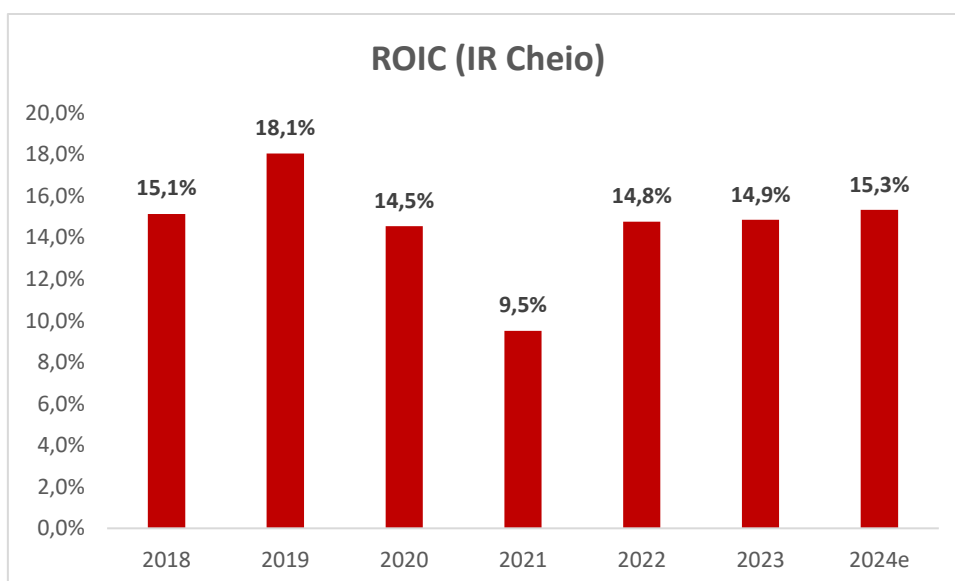
Isso se deve ao elevado retorno sobre o capital empregado do negócio, como discutido na análise do Unit Economics de um ativo médio. Mesmo ajustando esse retorno a partir de uma alíquota cheia de IR/CSLL, dado que o imposto caixa vem sendo basicamente nulo, ainda enxergamos uma rentabilidade satisfatória, mesmo após forte aumento recente da base de capital investido, e que ainda não foi inteiramente monetizado. Importante destacar que essa diferença entre o imposto contábil e o imposto caixa se deve ao diferimento de IR em função da depreciação fiscal acelerada, o que não incorporamos para frente em nossas estimativas.

Figura 21 – ROE da Armac



Fonte: Armac

Figura 22 – ROIC da Armac

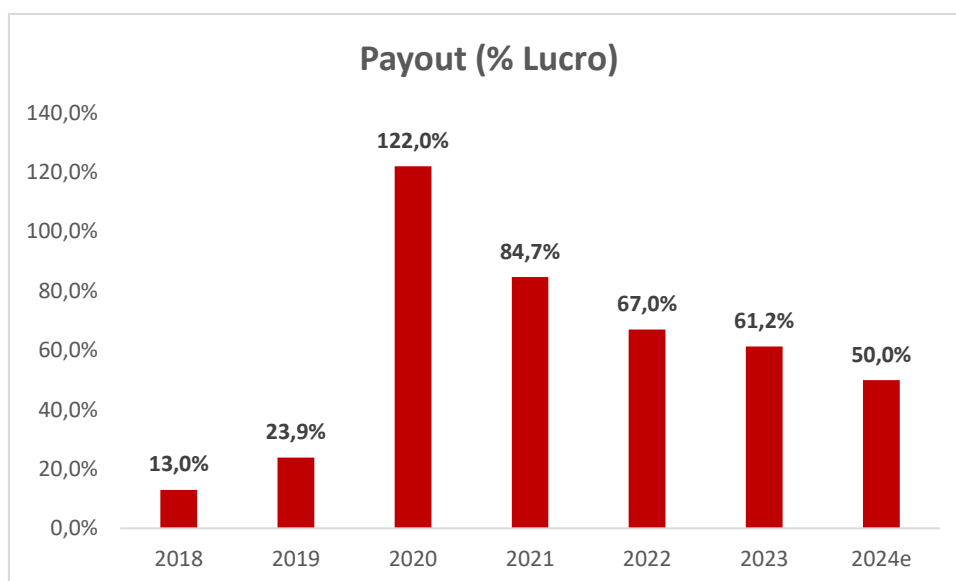


Fonte: Armac

Naturalmente, à medida que o incremento marginal da base de capital se torna menos representativo ao longo do tempo, devemos ver o ROIC se aproximando da rentabilidade unitária do ativo, em torno de 20%, o que entendemos como bastante atrativo para uma empresa de crescimento.

Esse alto retorno sobre o capital contribui para a forte geração de caixa operacional do business, que conta com receitas recorrentes e margens elevadas. Assim, a companhia consegue manter uma política de dividendos relativamente agressiva, ao mesmo tempo que cresce exponencialmente e mantém uma estrutura de capital adequada.

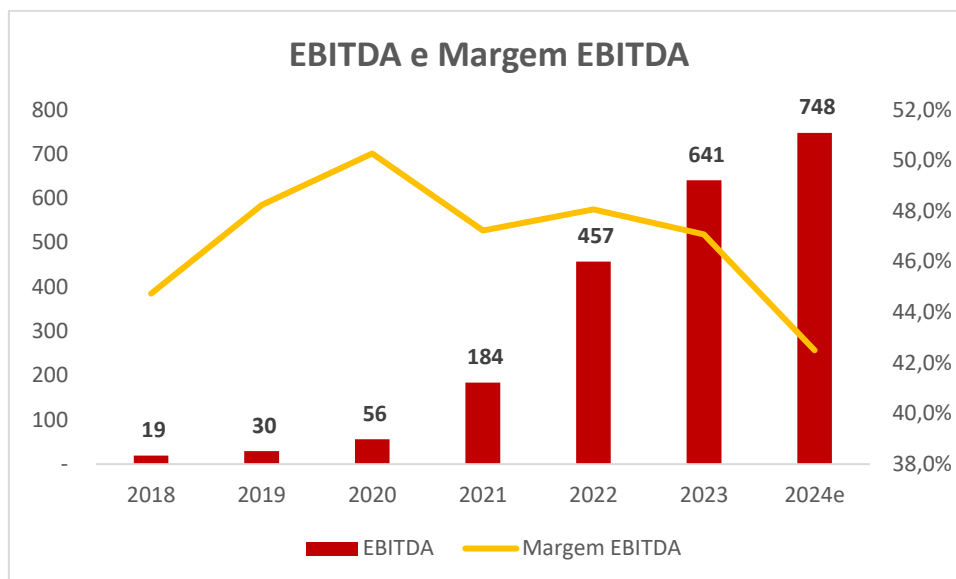
Figura 23 – Payout da Armac



Fonte: Armac

Porém, nos últimos anos, principalmente em 2024, vimos uma queda acentuada de margens, saindo de ~50% em 2020 para ~42%. Esse vem sendo o principal ponto de preocupação do mercado nos últimos meses.

Figura 24 – EBITDA da Armac (R\$ mil)



Fonte: Armac

O principal motivo foi a mudança em seu mix de contratos, com maior representatividade de Operações Contínuas, que possuem margens menores. Além disso, houve uma pressão específica nessa linha de negócios, em função de uma maior complexidade dos serviços oferecidos, o que demanda uma mão de obra mais especializada. Porém, esse tipo de contrato pode oferecer um melhor retorno ajustado ao risco, trazendo maior previsibilidade para os resultados de médio/longo prazo.

Basicamente, contratos Spot possuem margens maiores, mas um risco de demanda substancialmente maior (menor taxa de utilização, conseqüentemente) e yields menores, enquanto o modelo de Operações Contínuas apresenta margens menores, mas maior recorrência de resultados. Para trazer maior clareza a esses impactos, deixamos um trecho do comentário da administração no Release de Resultados do 2T24:

"Contratos de serviços especializados tipicamente têm margens menores em função de uma complexidade operacional maior. No entanto, esse tipo de projeto produz um valor presente líquido por equipamento superior devido (i) à perenidade do uso, (ii) à ausência de ociosidade e (iii) ao baixo risco de crédito das contrapartes.

Em termos práticos, considerando o atual quadro macroeconômico, optamos por priorizar um EBITDA resiliente, com duration longo (4 anos), ao invés de um EBITDA mais elástico, porém com risco de contratação à frente. A Administração acredita que essa decisão criará valor em longo prazo e protegerá a Companhia em curto prazo.

Contudo, os efeitos da estratégia em nossa margem EBITDA são evidentes:

A despeito do custo horário de manutenção das nossas Operações Contínuas se manter controlado desde o IPO - mesmo diante de um crescimento da frota de 5,6 vezes -, a complexidade atrelada à gestão de mão de obra nos serviços especializados - cada qual com as suas respectivas curvas de aprendizado - pressionou a margem da unidade de negócio em curto prazo.

Por outro lado, a complexidade dos serviços em questão reduz o risco de contratação, blindando o ROIC da Companhia na casa dos 20% pelos próximos anos - razão pela qual a Administração optou pela estratégia."

Apesar de entendermos que faz sentido essa estratégia a longo prazo, os impactos de curto prazo no P&L são claros (queda de margens). Assim, tentamos estimar o patamar normalizado de Margem EBITDA de Locação da Armac, a partir diversos cenários de mix e de margens por segmento. Assumindo um mix normalizado de 70% em Operações Contínuas e 30% em Spot, com Margens EBITDA de 35% e 65% respectivamente (~35% e ~70% no 2T24), chegamos em uma Margem EBITDA de Locação de 44,0%, abaixo do histórico (~50%).

Figura 25 – Margem EBITDA Potencial de Locação da Armac

Mix de Contratos	
% spot	30,0%
% operações contínuas	70,0%
Margem EBITDA por Contratos	
spot	65,0%
operações contínuas	35,0%
Margem EBITDA Consolidada	44,0%

Fonte: Meta Asset

Figura 26 – Sensibilidade com relação a Representatividade (eixo vertical) e Margem EBITDA (eixo horizontal) de Spot

	55,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,0%
20,0%	39,0%	40,0%	41,0%	42,0%	43,0%
25,0%	40,0%	41,3%	42,5%	43,8%	45,0%
30,0%	41,0%	42,5%	44,0%	45,5%	47,0%
35,0%	42,0%	43,8%	45,5%	47,3%	49,0%
40,0%	43,0%	45,0%	47,0%	49,0%	51,0%

Fonte: Meta Asset

Figura 27 – Sensibilidade com relação a Representatividade (eixo vertical) e Margem EBITDA (eixo horizontal) de Operações Contínuas

	30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%
80,0%	37,0%	39,0%	41,0%	43,0%	45,0%
75,0%	38,8%	40,6%	42,5%	44,4%	46,3%
70,0%	40,5%	42,3%	44,0%	45,8%	47,5%
65,0%	42,3%	43,9%	45,5%	47,1%	48,8%
60,0%	44,0%	45,5%	47,0%	48,5%	50,0%

Fonte: Meta Asset









Porém, essa mudança de mix de contratos deveria reduzir a representatividade da venda de seminovos na receita total da companhia. Como esse negócio apresenta margens consideravelmente menores que a locação, vemos um impacto positivo a médio/longo prazo na Margem EBITDA consolidada da Armac. Como não esperamos maiores mudanças estruturais de mix na locação e de margens por segmento, não deveria ocorrer novos impactos relevantes de margens do segmento para frente. Mesmo a entrada da Terram, que opera com Margem EBITDA de ~30%, não há alteração material dessa equação. Levando em conta as iniciativas de eficiência em Operações Contínuas, e a menor representatividade da venda de seminovos, vemos inclusive uma tendência marginalmente positiva para os próximos anos, frente aos níveis atuais.

Em resumo, o aspecto financeiro do modelo de negócios da Armac nos agrada. Raros são os casos de uma empresa que alia forte crescimento, margens elevadas, retorno suficientemente acima do custo de capital, pagamento de dividendos e alavancagem controlada. Quanto encontramos, normalmente o *valuation* não é convidativo. Porém, em função da baixa liquidez do papel e das crescentes preocupações com os resultados de curto prazo, entendemos que a Armac não se enquadra nesse último ponto, o que nos traz uma maior confiança para o investimento.

Estudo de Caso: United Rentals

A *United Rentals* é a maior empresa de locação de equipamentos do mundo, contando com uma frota avaliada em US\$ 21 bilhões. Possui cerca de 15% de *market share* nos EUA, contra 11% do segundo colocado e apenas 4% do terceiro colocado.

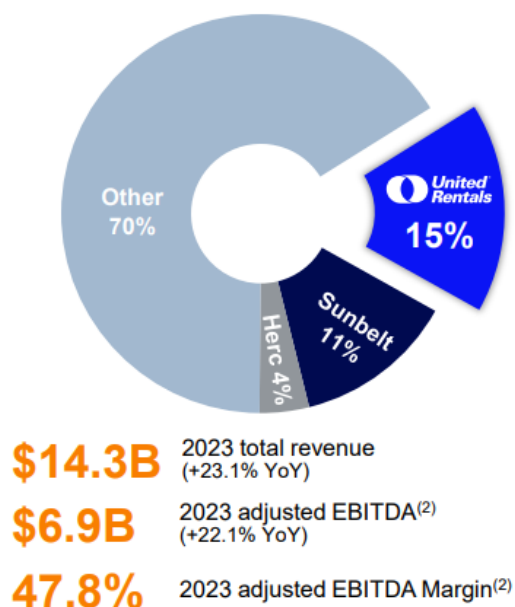
Figura 28 – Snapshot United Rentals

 1997 Founded	 ~27,000 Employees ⁽³⁾
 Stamford, CT Headquarters	 ~\$43B Market Cap ⁽³⁾
 ~\$21B Fleet Size ^{(3), (4)}	 1,647 Global Branch Locations ⁽³⁾
 ~4,800 Equipment Categories ⁽³⁾	 1,559 North American Locations ⁽³⁾

Fonte: United Rentals

Figura 29 – Snapshot United Rentals

#1 Market Share⁽¹⁾



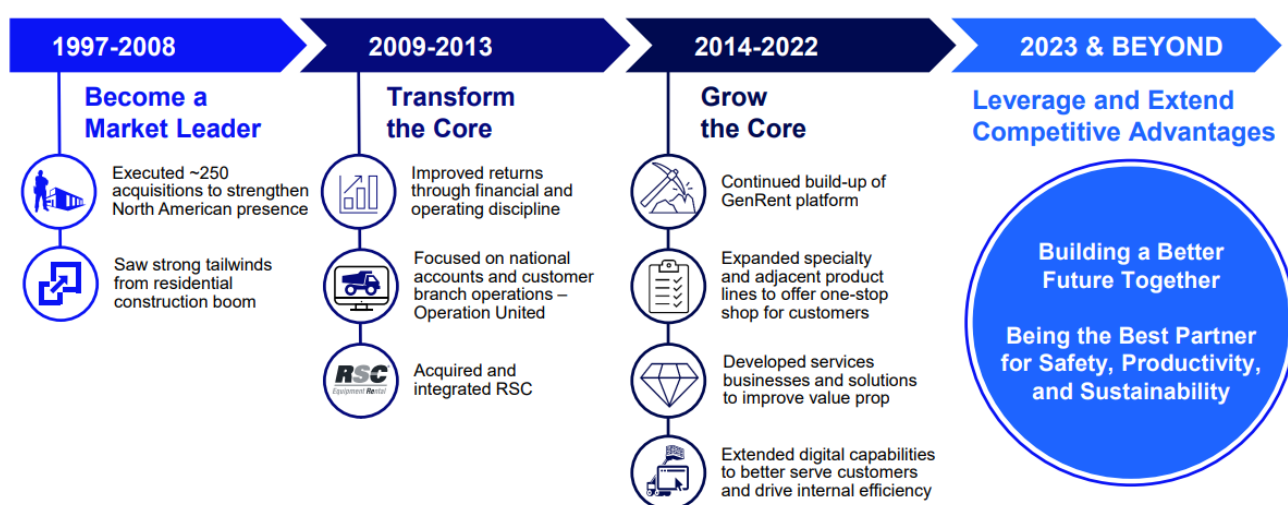
Fonte: United Rentals

A companhia se tornou benchmark das principais empresas de locação do mundo, dado seu *turnaround* muito bem conduzido e excelente execução desde então. A *United Rentals* foi fundada em 1997 e, até 2008, passou por

uma fase de forte crescimento inorgânico, realizando mais de 250 aquisições no período. Porém, até então eram muito focados no segmento de construção residencial e, com a crise do mercado imobiliário em 2008, passaram por grandes dificuldades. A alavancagem disparou, enfrentaram diversos processos trabalhistas e seu fundador saiu da empresa, levando a ação a cair ~90% desde o final de 2007 até o começo de 2009.

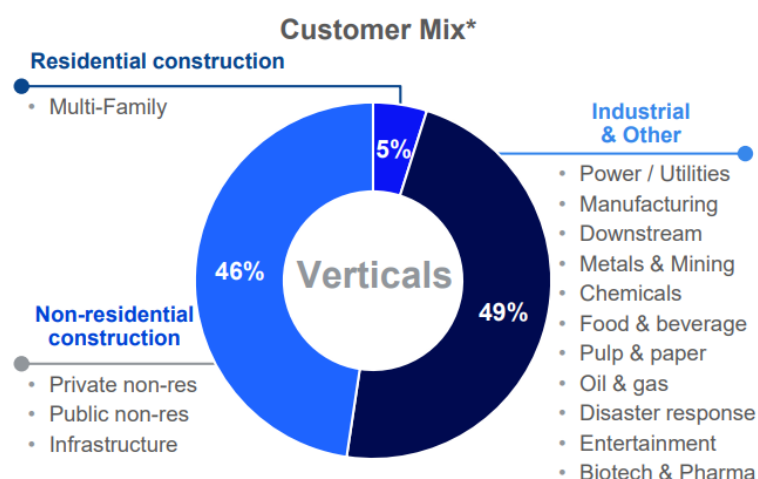
A companhia então implementou uma grande diversificação de seu modelo de negócios, passando a atender diferentes setores da economia, e hoje a construção residencial representa apenas ~5% de sua receita com locação.

Figura 30 – Histórico da United Rentals



Fonte: United Rentals

Figura 31 – Receita da United Rentals



Fonte: United Rentals

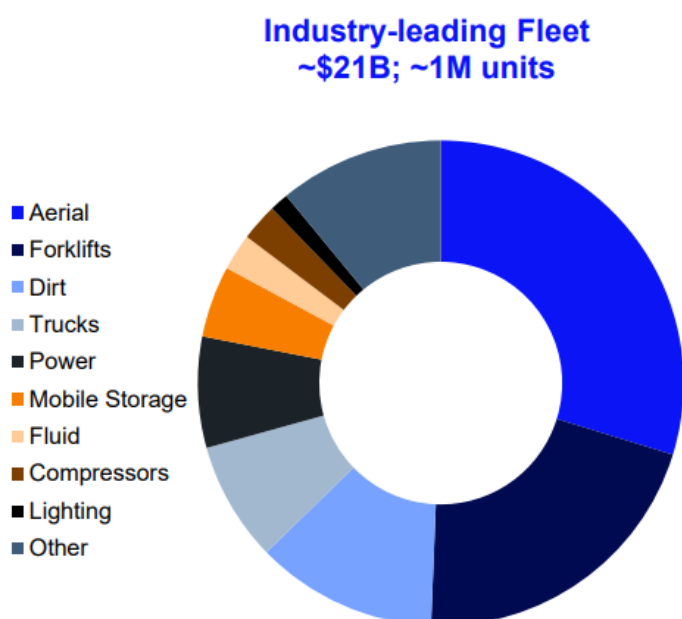
Figura 32 – Receita da United Rentals



Fonte: United Rentals

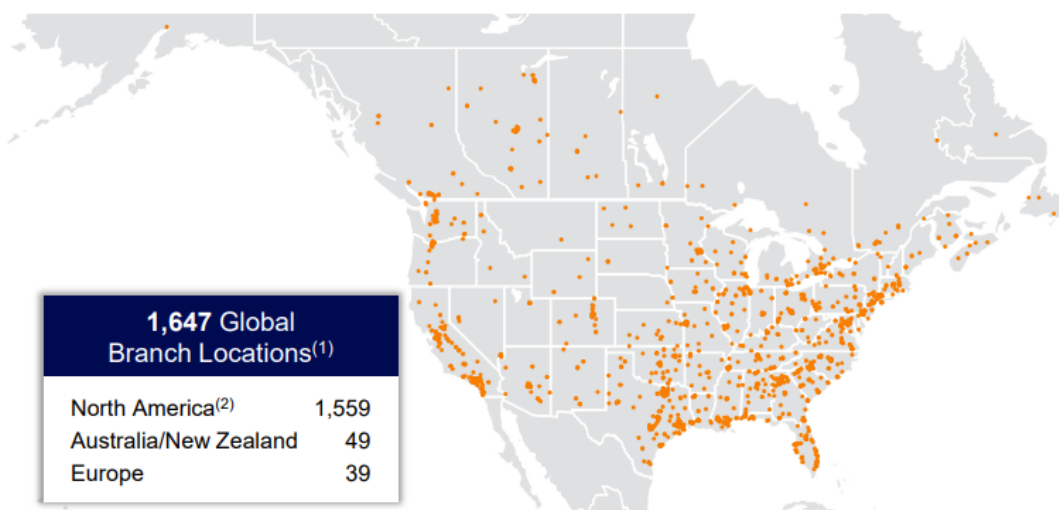
Hoje possuem uma frota diversificada, com cerca de 1 milhão de ativos e mais de 4 mil tipos de equipamentos diferentes. Também operam mais de 1.600 filiais ao redor do mundo, sendo mais de 1.500 nos EUA.

Figura 33 – Frota da United Rentals



Fonte: United Rentals

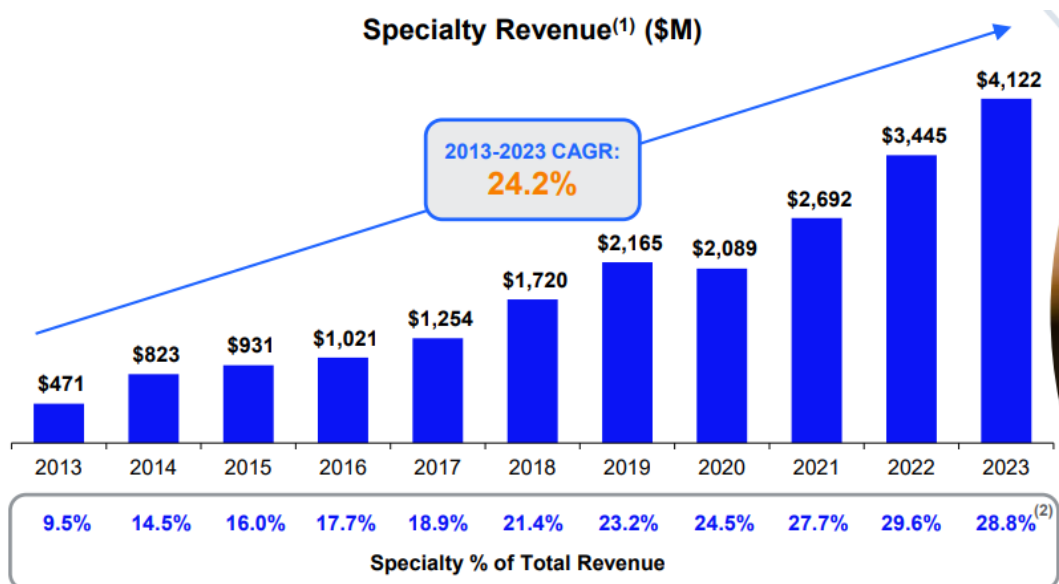
Figura 34 – Filiais da United Rentals



Fonte: United Rentals

Com essa diversificação, a *United Rentals* passou a atender segmentos que exigem equipamentos de maior complexidade. Essa vertical, chamada de “Especialidades”, possui margens mais elevadas, e apresentou um CAGR de Receita de ~24% nos últimos 10 anos, saindo de uma representatividade de 9,5% em 2012 para 28,8% em 2023.

Figura 35 – Receita de Especialidades da United Rentals

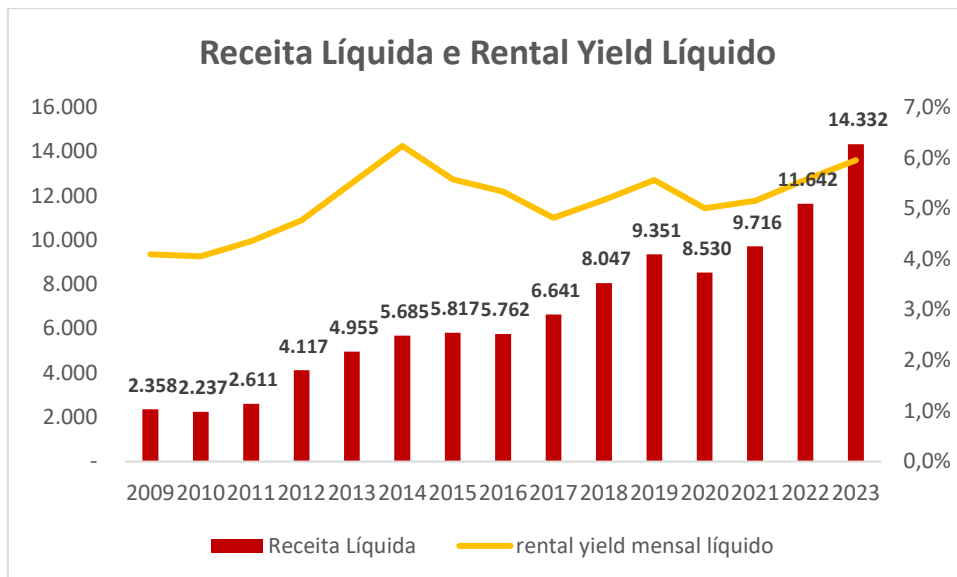


Fonte: United Rentals

Desde o início do *turnaround*, a empresa apresentou CAGR de Receita de 13,8% a.a, a Margem EBITDA saiu de ~26% para ~46% e o ROIC saiu de ~2% para ~16%. A ação acompanhou a melhora de resultados, saindo de US\$ 3 em seu momento mais agudo (março de 2009), para cerca de US\$ 800, levando a um valor de mercado de ~US\$ 45 bi atualmente. A partir desse

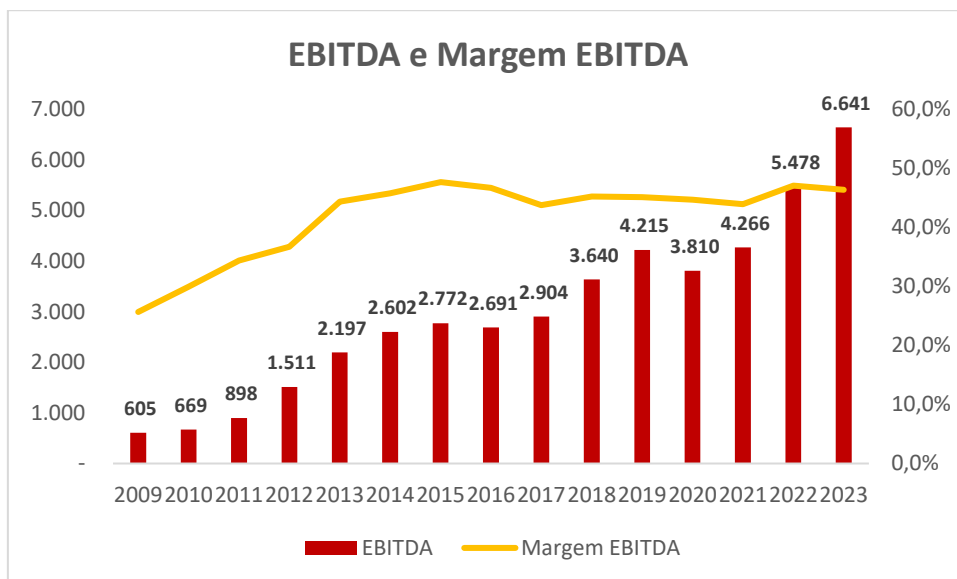
caso, entendemos que a Armac, possui um excelente *benchmark*, ajudando a impedir que os mesmos erros se repitam, como excessiva concentração em um setor ou tipo de equipamento específico.

Figura 36 – Receita Líquida da United Rentals (US\$ mil)

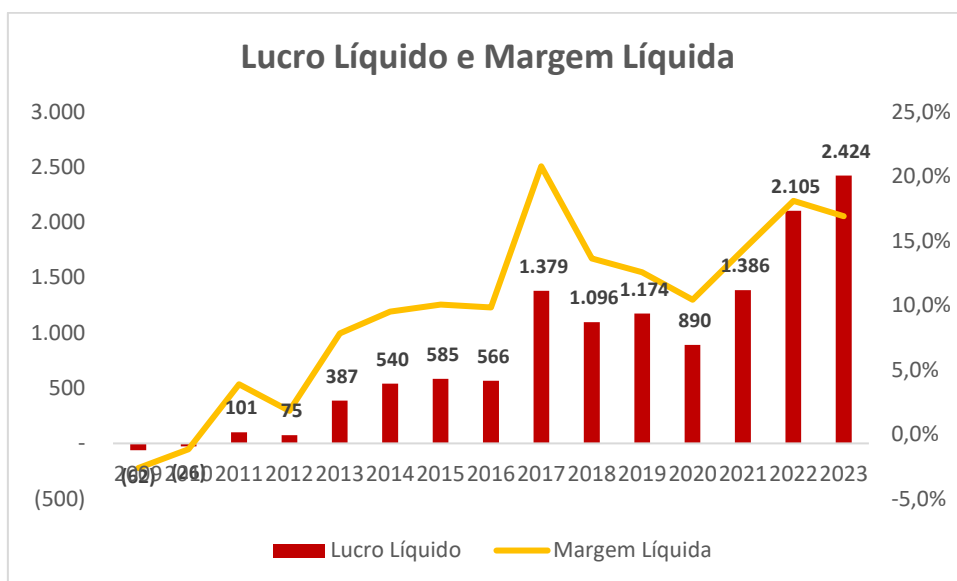


Fonte: United Rentals

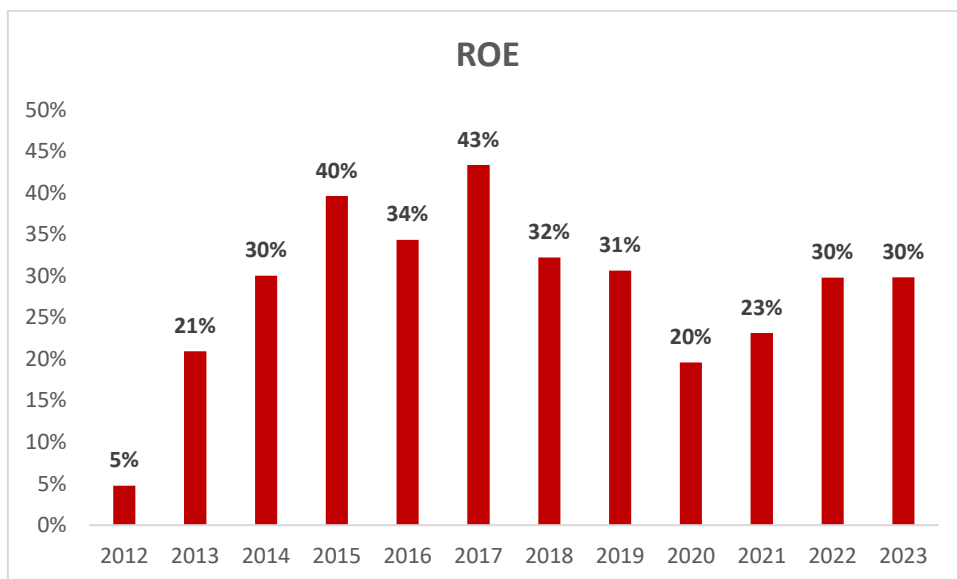
Figura 37 – EBITDA da United Rentals (US\$ mil)



Fonte: United Rentals

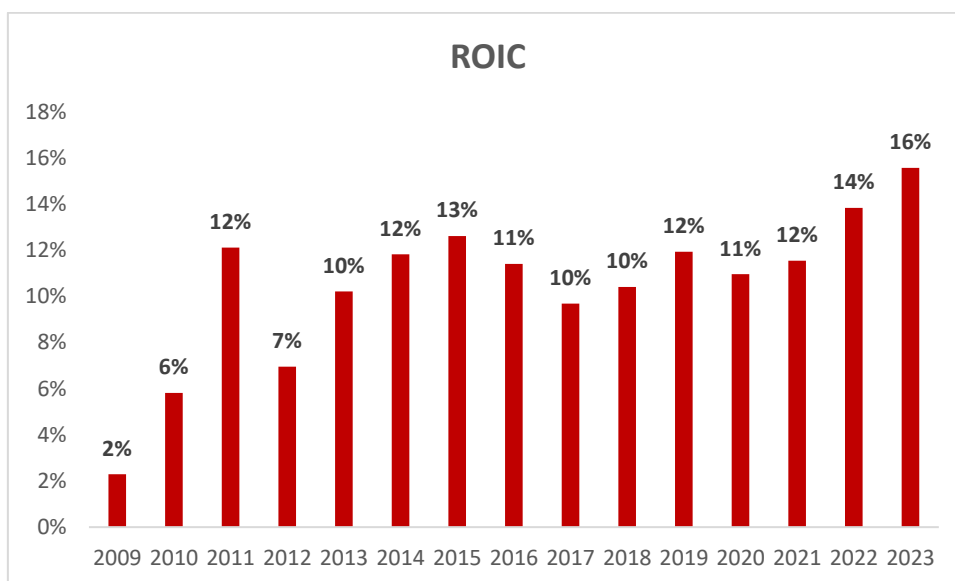
Figura 38 – Lucro Líquido da United Rentals (US\$ mil)

Fonte: United Rentals

Figura 39 – ROE da United Rentals

Fonte: United Rentals

Figura 40 – ROIC da United Rentals



Fonte: United Rentals

Figura 41 – Evolução da Cotação da United Rentals



Fonte: TradingView

Valuation da ARMAC:

Primeiramente, gostamos entender os motivos de um papel estar depreciado. Desde o IPO, a ação acumula uma queda de ~50%, e somente em 2024, cai ~45%.

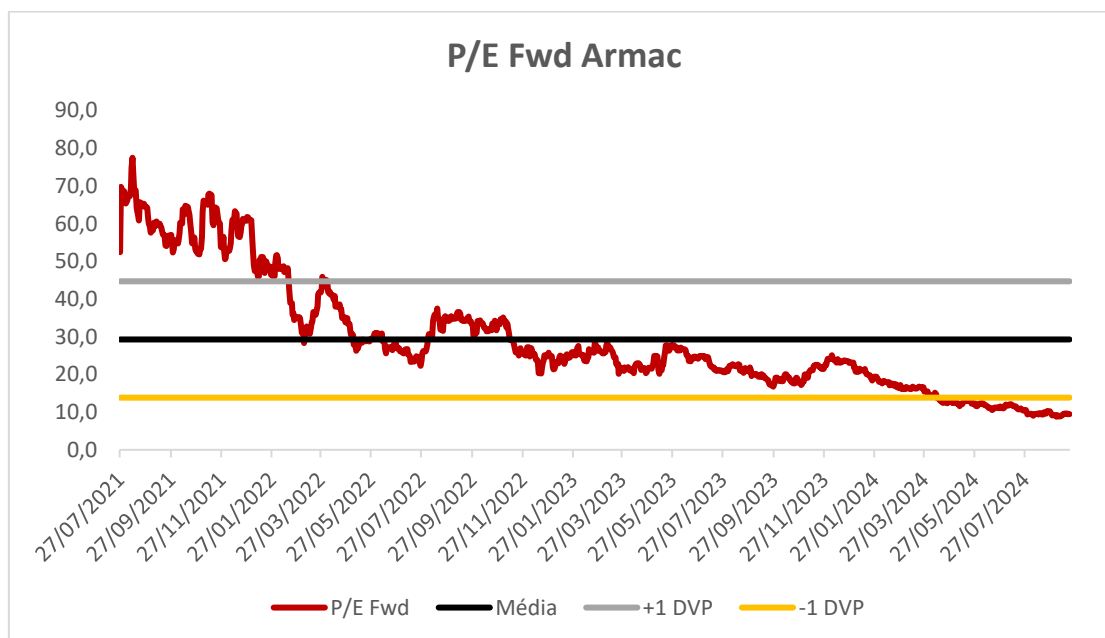
Figura 42 – Evolução da Cotação de ARML3 desde o IPO



Fonte: TradingView

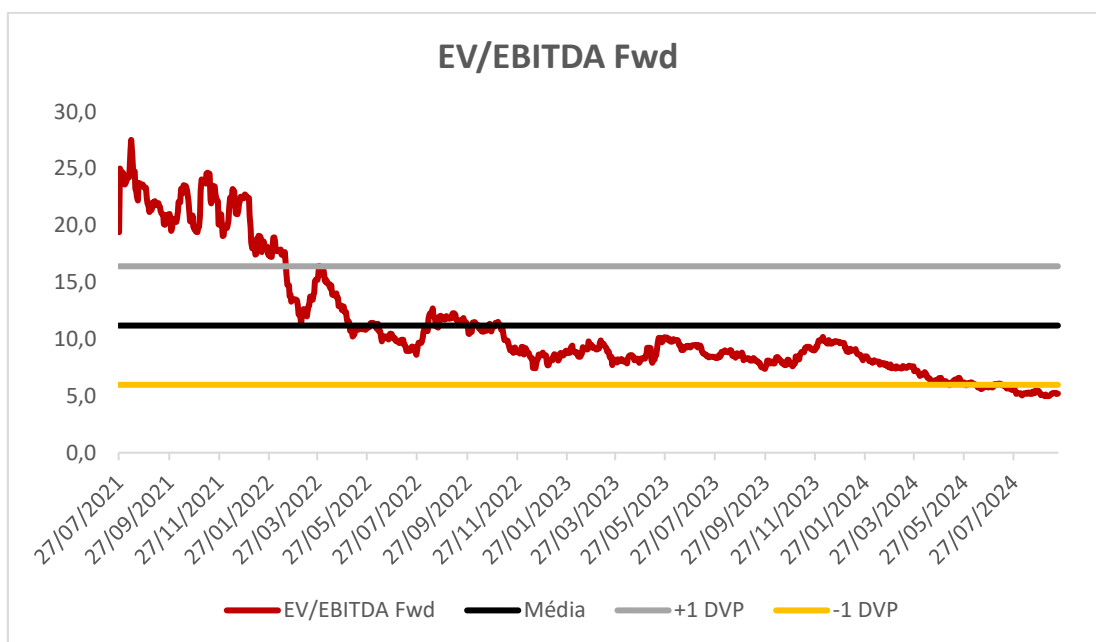
Enxergamos três principais motivos para essa forte desvalorização: (i) ponto de partida de *valuation* inicialmente muito elevado; (ii) piora do cenário de juros, afetando principalmente empresas de *duration* longa; e (iii) forte revisão de expectativas de Lucro para baixo, tanto por menor crescimento, quanto por menores margens no curto prazo.

Figura 43 – P/E Fwd da Armac



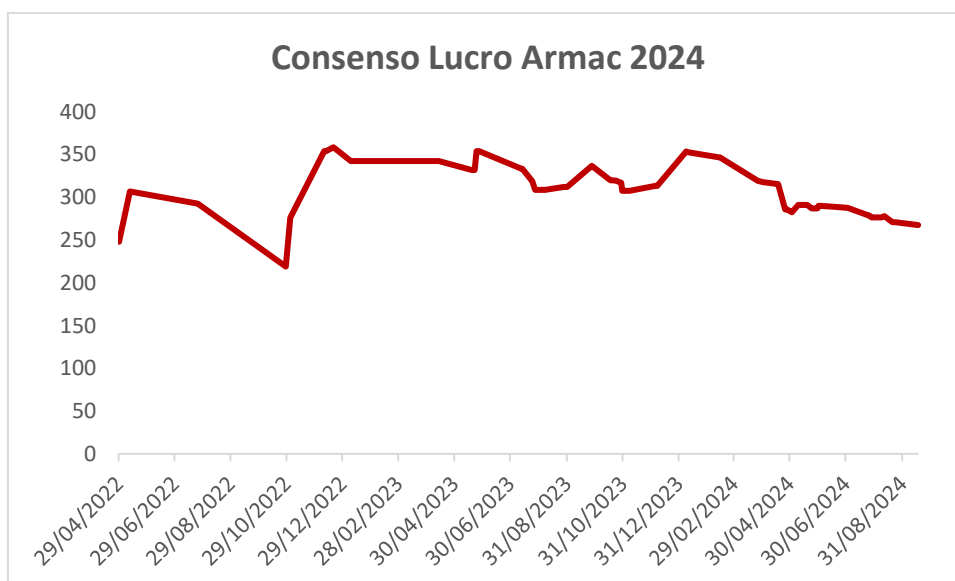
Fonte: Bloomberg

Figura 44 – EV/EBITDA Fwd da Armac



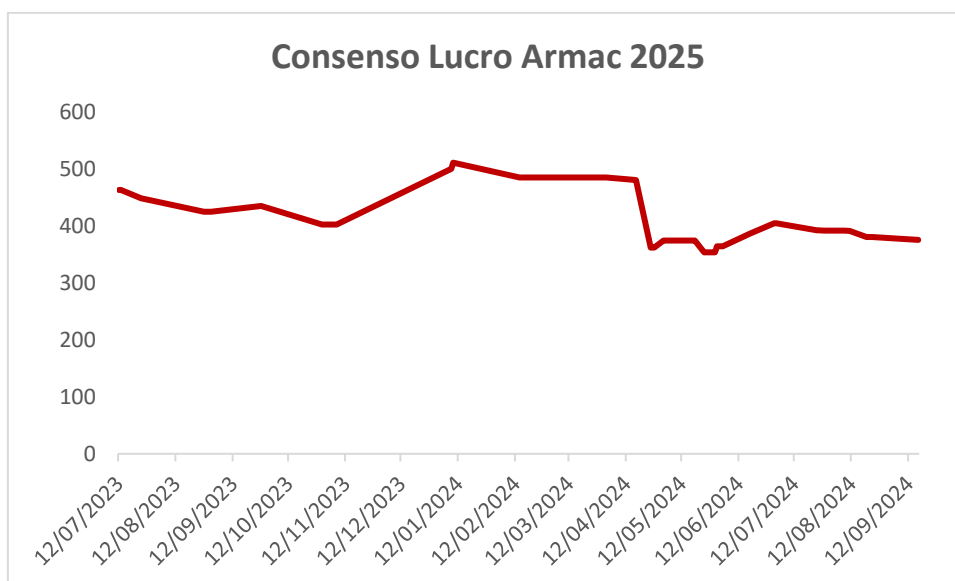
Fonte: Bloomberg

Figura 45 – Consenso de Lucro de 2024



Fonte: Bloomberg

Figura 46 – Consenso de Lucro de 2025



Fonte: Bloomberg

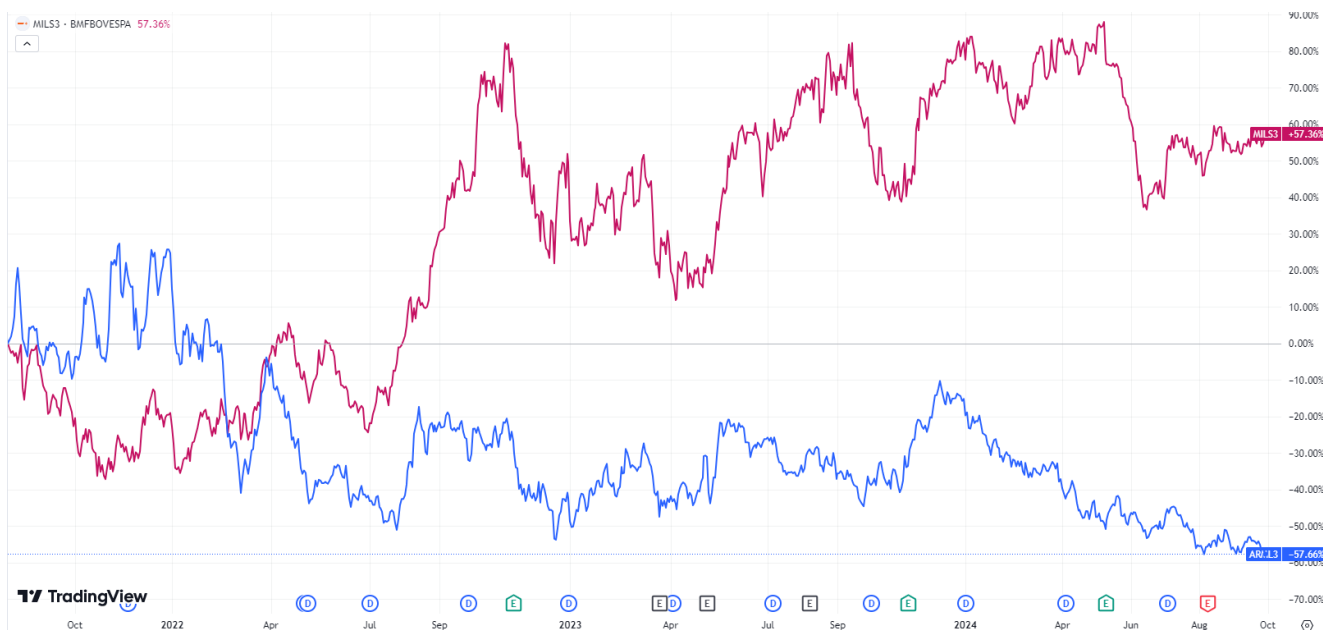
Figura 47 – DI Futuro 2029



Fonte: TradingView

Por esses fatores, ao longo dos últimos 2 anos tivemos internamente uma preferência clara por Mills no setor, em que enxergávamos um *valuation* mais atrativo, menores riscos de execução e menor alavancagem no curto prazo, o que se mostrou acertado. Desde o IPO, a Armac caiu ~55%, enquanto a Mills subiu ~55%.

Figura 48 – Evolução da Cotação de ARML3 e MILS3 desde o IPO da Armac



Fonte: TradingView

Porém, recentemente mudamos nossa preferência relativa, retirando Mills e adicionando Armac no portfólio de *Small Caps*. Apesar de ainda enxergarmos Mills como uma empresa de alta qualidade, com um excelente management e *valuation* também atrativo, vemos uma assimetria maior na Armac atualmente, o que vamos aprofundar mais a seguir.

Como mostrado anteriormente, a Armac apresenta hoje seu menor múltiplo *P/E Fwd* desde o IPO. O fato de estar abaixo do histórico não nos diz muita coisa, mas o nível em si chama a atenção. Hoje vemos o papel negociando a menos de 11x lucros para 2025, mesmo com uma projeção razoavelmente abaixo do consenso de mercado.

Se assumirmos um Capex crescendo gradualmente, saindo de pouco mais de R\$ 600 milhões em 2025 para acima de R\$ 900 milhões em 2028, o que manteria a alavancagem relativamente constante em nossas contas, vemos uma expansão líquida de frota entre 10% e 11% a.a no curto/médio prazo. Com essa expansão/renovação citada, vemos um aumento do valor médio por equipamento adquirido entre 6% e 7% a.a até 2028, o que levaria a um valor total de aquisição da frota crescendo ~18% a.a no período.

Sobre esse valor de aquisição, estimamos que o *yield* mensal médio cobrado convirja para algo como 5,5% (bruto) no médio prazo, o que seria aproximadamente 6,5% sobre a frota locada, considerando uma taxa de ocupação média de ~85%. Lembrando nossas premissas de Unit Economics, se assumirmos uma representatividade de 60% em Operações Contínuas e 40% em Spot, considerando *yields* mensais brutos de 7,0% e 4,5%, respectivamente, chegaríamos em um *yield* normalizado de cerca de

6,0%, o que traz uma margem de segurança para nossas estimativas de 5,5%.

Com isso, vemos uma Receita crescendo, em média, acima de 20% a.a em 3 a 4 anos, se incorporarmos o M&A recente da Terram. Mesmo se assumirmos uma Margem EBITDA ainda alguns pontos abaixo do que entendemos como normalizado, podemos ver um crescimento anual de Lucro entre 25% e 30% para os próximos anos, dependendo das nossas premissas de juros.

A partir desse dado, chama a atenção o múltiplo de ~11x lucros estimados para 2025. Estaríamos falando de um *PEG Ratio* da ordem de 0,5x, bem atrativo em nossa visão. Fazendo uma conta simples, para o papel estar bem precificado atualmente, o crescimento anual de Lucro no médio prazo deveria ser metade do que estimamos. Por outro lado, se formos razoavelmente assertivos em nossas estimativas, a ação deveria passar por um *re-rating* significativo.

Ainda assim, não dependemos de uma reavaliação de múltiplos para termos um retorno satisfatório no investimento. Se assumirmos que o múltiplo atual é justo, nosso retorno seria o crescimento composto de lucro que, como discutido, seria bem acima do custo de capital.

Estudo de Caso: Players Brasileiros High Quality

Como discutido nas seções anteriores, a Armac possui um modelo de negócios raro de se encontrar, que alia forte crescimento, margens elevadas, alto retorno sobre o capital e pagamento de dividendos, mantendo a estrutura de capital adequada. Empresas com essas características normalmente são considerados de alta qualidade pelos investidores e, conseqüentemente, são precificadas a múltiplos mais elevados que a média. Porém, no caso da Armac, o *de-rating* sofrido nos últimos anos fez com que boa parte dessas características não fossem mais precificadas no negócio, ao que nos parece.

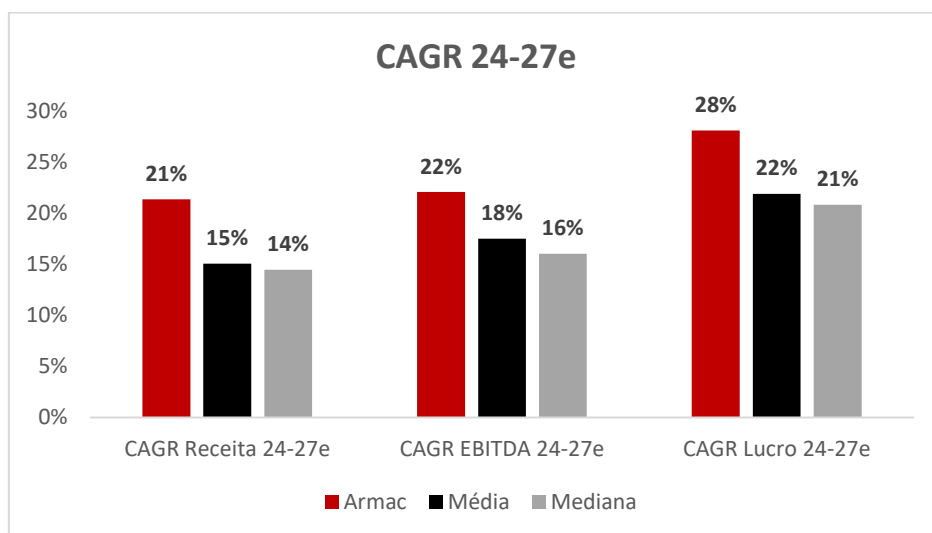
Assim, selecionamos um grupo de 20 empresas que, em nossa visão, apresentam negócios de alta qualidade, com crescimento e alto retorno sobre o capital. Compilamos nossas estimativas para cada uma, e analisamos como a Armac se compararia com esse *hall* seletivo de companhias.

Importante salientar que essa lista não é exaustiva, apenas selecionamos 20 nomes que acompanhamos e entendemos que se encaixam nesse perfil, e que as projeções individuais buscam representar da melhor forma a realidade econômica de cada empresa, com os devidos ajustes a serem feitos. As empresas selecionadas para esse estudo foram: 3tontos, Azzas 2154, Boa Safra, Eletromídia, Equatorial, Grupo GPS, Grupo Mateus,

Hypera, Intelbras, Localiza, Mills, Raia Drogasil, Rede D'Or, Rumo, Smart Fit, Totvs, Track & Field, Vamos, Vivara e WEG.

Com relação a crescimento, vemos um CAGR esperado de Receita, EBITDA e Lucro Líquido de ~21%, ~22% e ~29%, para a Armac entre 2024 e 2027, respectivamente, contra uma mediana de ~14%, ~16% e ~21%, para esse grupo de empresas.

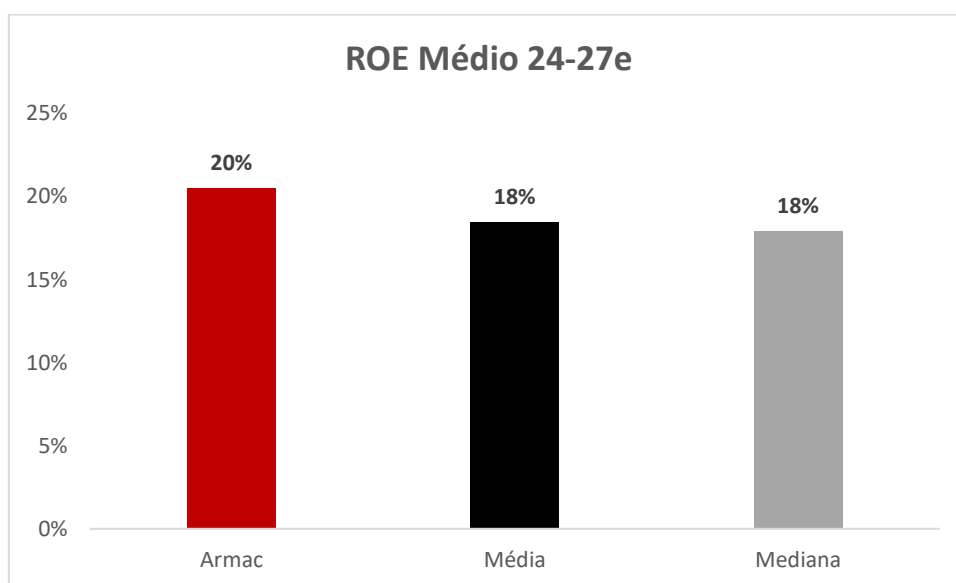
Figura 49 – Crescimento Esperado – Grupo Selecionado



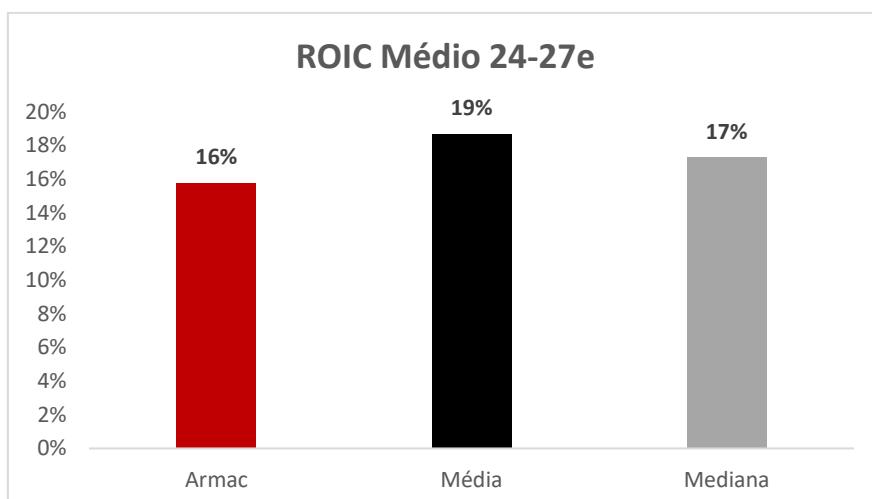
Fonte: Meta Asset

Com relação à rentabilidade, vemos um ROE médio de ~20% para a Armac no período citado, contra uma mediana de ~18% para esse grupo, e um ROIC médio de ~16% (calculado segundo nossa metodologia interna), contra uma mediana de ~17%.

Figura 50 – ROE Médio Esperado – Grupo Selecionado

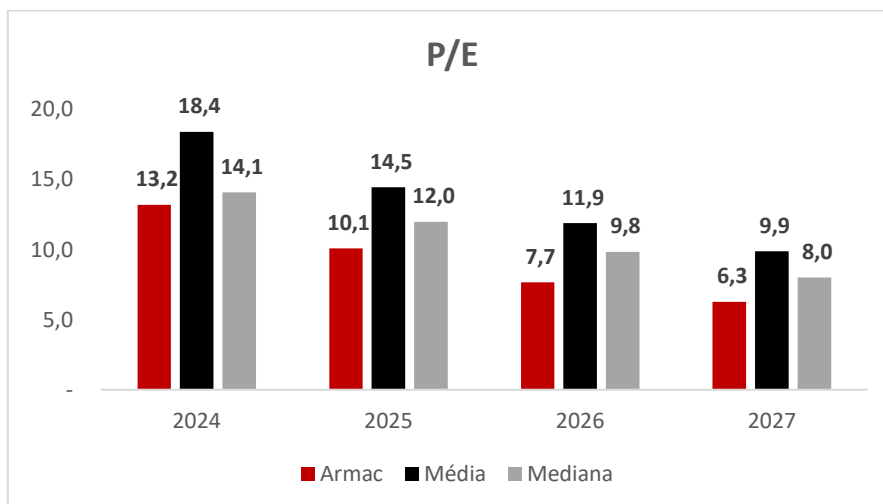


Fonte: Meta Asset

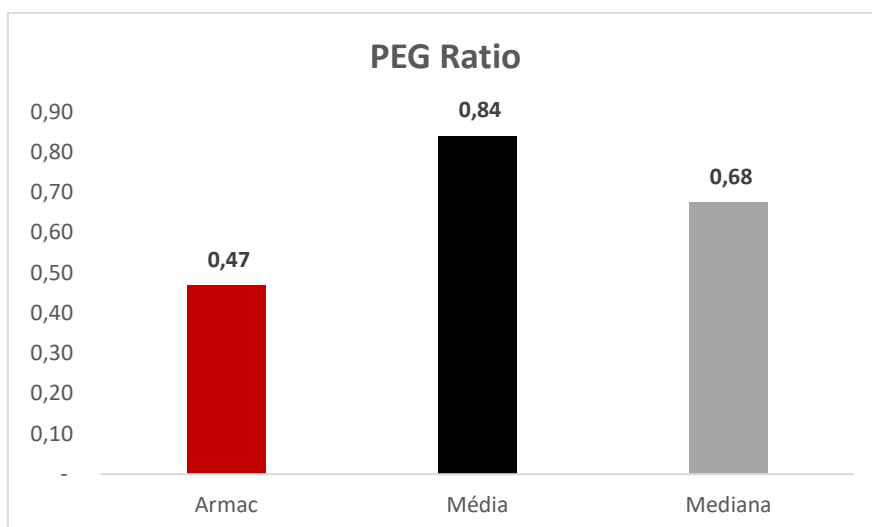
Figura 51 – ROIC Médio Esperado – Grupo Selecionado

Fonte: Meta Asset

Portanto, enxergamos para a Armac um crescimento potencial maior do que a média desse grupo, com um retorno sobre o capital similar, ou até maior. Porém, quando analisamos os múltiplos em que esse grupo é negociado em média, vemos um desconto relevante na Armac. Esse desconto fica ainda mais evidente quando ajustamos o *P/E* pelo crescimento esperado de lucros, calculando o *PEG Ratio*.

Figura 52 – P/E Projetado – Grupo Selecionado

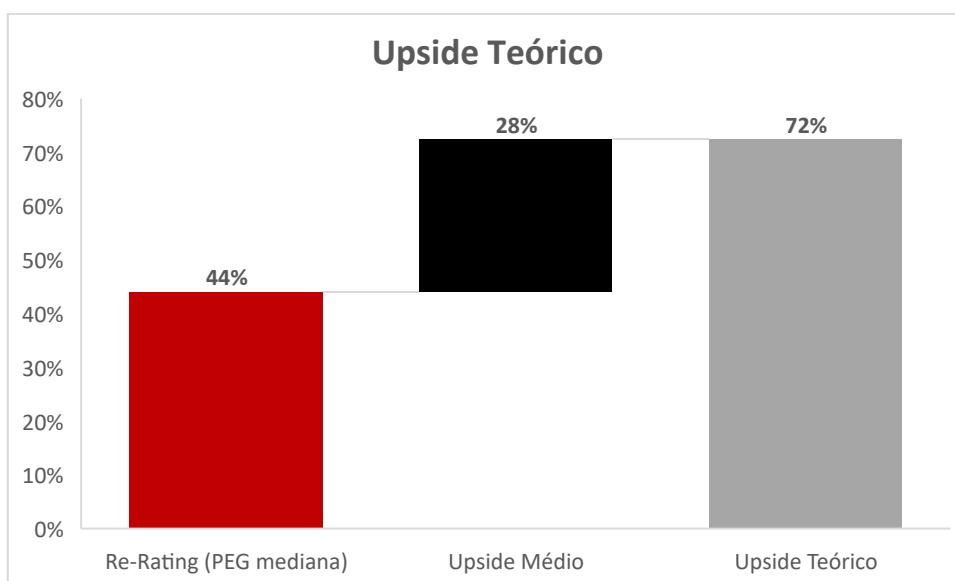
Fonte: Meta Asset

Figura 53 – PEG Ratio Projetado – Grupo Selecionado

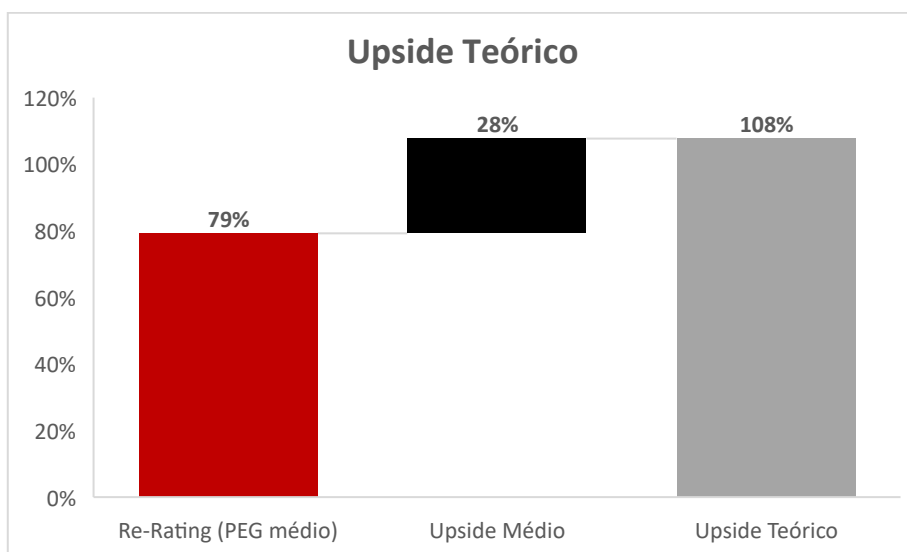
Fonte: Meta Asset

Se assumirmos que o *PEG Ratio* da Armac deveria convergir para a mediana desse grupo, teríamos um *upside* de ~44% vindo de *re-rating*. Se adicionarmos o *upside* que enxergamos para esse grupo, em média, a partir de nossos modelos, vemos um *upside* adicional de ~28%. Assim, em teoria, teríamos um *upside* de ~72% apenas por uma convergência de múltiplos ajustados por crescimento e pela valorização média esperada dessas empresas analisadas.

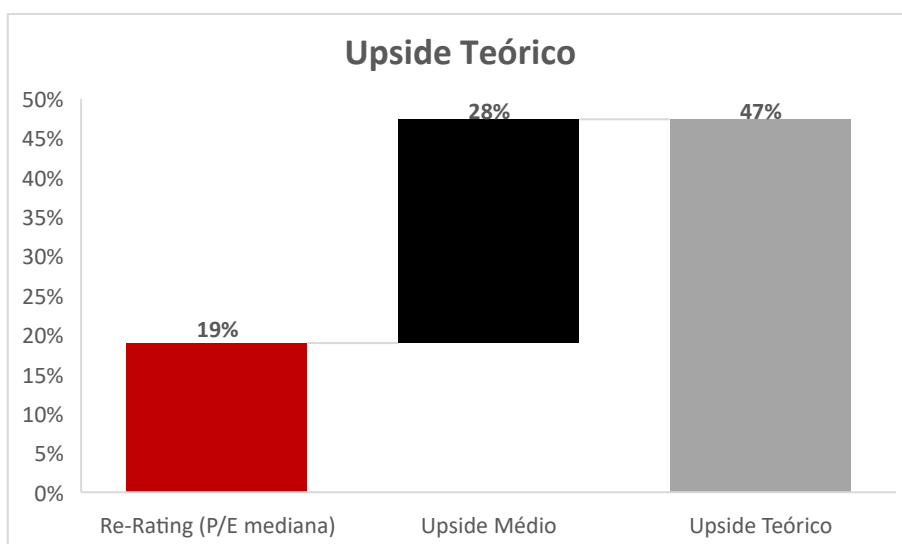
Destacamos que isso é puramente um exercício, não sendo necessariamente o *upside* que enxergamos para o papel. Também adicionamos cenários com convergência de P/E (média e mediana) e PEG médio, apenas para efeito de comparação.

Figura 54 – Upside Teórico (PEG – mediana)

Fonte: Meta Asset

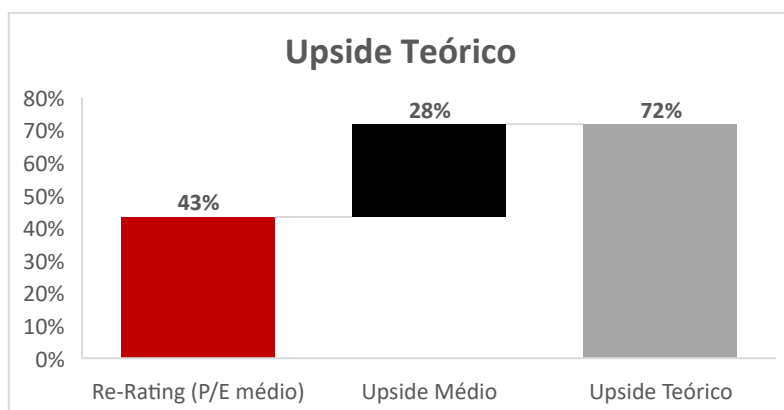
Figura 55 – Upside Teórico (PEG – média)

Fonte: Meta Asset

Figura 56 – Upside Teórico (P/E – mediana)

Fonte: Meta Asset

Figura 57 – Upside Teórico (P/E – média)



Fonte: Meta Asset

Por fatores como *earnings momentum* e *liquidez* do papel, vemos pouca atenção do mercado para a Armac, que acaba tendo um desconto relevante. Porém, quando analisamos o negócio em si, vemos uma empresa líder de mercado, em um setor com tendências seculares de crescimento, com receitas recorrentes, margens elevadas, alto retorno sobre o capital, pagamento de dividendos e estrutura de capital adequada.

À medida que os resultados de curto prazo se tornem menos poluídos, e que a natural valorização do papel leve a um aumento de liquidez, vemos um interesse adicional de investidores institucionais com relação à tese. Assim, a empresa poderia ser precificada de forma mais adequada, como outras companhias que apresentam negócios com características semelhantes. Sabemos das limitações desse estudo, dada a incomparabilidade entre muitas das empresas citadas, mas se trata de um exercício que achamos interessante de compartilhar.

DISCLAIMER

Este material foi desenvolvido pela Meta Asset com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem constitui uma oferta de serviço ou venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido neste documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Meta Asset Management. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas podem ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergirem significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, baseadas em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas neste documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Meta Asset Management não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Meta Asset Management através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos neste material, entrar em contato através do e-mail comercial@metaam.com.br.

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	30/09/2024	2,62435267	-2,06%	-10,54%	1,37%	135.473	163.502	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			-2,97%	-1,23%	13,53%				
IBOVESPA			-3,08%	-1,77%	13,08%				
META 11 SMALL CAP FIA	30/09/2024	0,95094496	-4,50%	-13,09%	-2,50%	24.709	10.898	Ações Small Caps Ativo	11/04/2022
Small			-4,41%	-13,67%	-3,75%				
Total Estratégia Renda Variável						160.181	174.400		
Total AUM						160.181	174.400		

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	30/09/2024	0,00%	8,03%	11,11%
IPCA	30/09/2024	-0,02%	2,85%	4,24%
IBrX - 100	30/09/2024	-4,99%	-4,99%	15,52%
SMLL	30/09/2024	-4,41%	-13,67%	-3,75%

DATA DE ENVIO

03/10/2024

DATA DE REFERÊNCIA

30/09/2024

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

