

Em 2023, comemoramos os 11 anos de existência dos fundos geridos pela Indie. Esse período foi o suficiente para vivermos diversas realidades e desafios no mercado de renda variável brasileiro, sendo que algumas delas parecem se repetir em tons diferentes, mas com uma essência parecida: presenciamos uma grande descrença do mercado sobre o verdadeiro compromisso fiscal do governo atual, combinada a uma trajetória de dívida pública crescente. Soma-se a isso um ambiente de juros mais elevados no mundo, crescimento sustentado de países desenvolvidos e uma China em desaceleração com *commodities* em baixa.

Essa história nos remonta a 2014 e 2015, quando vivíamos uma situação fiscal muito mais delicada. Naquele momento, ninguém queria saber de bolsa de valores e daí surgiram grandes oportunidades de investimento. No entanto, identificamos que várias empresas dentro do nosso universo de cobertura estão sendo negociadas com *valuations* inferiores à média histórica, e, em alguns casos, até mais descontadas do que em outros períodos como o de 2015.

A afirmação de que a bolsa está barata, como argumento para estar alocado, é quase motivo de chacota. Há uma certa descrença na análise fundamentalista de empresas, especialmente quando

consideramos que os maiores ganhos em *equities* no mundo estão concentrados em um setor, *tech US*, em que o *valuation* pode ser de difícil compreensão. Acreditamos que essa variação de humor do mercado, que leva a questionamentos "existenciais", é algo inerente ao comportamento dos ciclos econômico-financeiros, exacerbada pela natureza humana de extrapolar o passado imediato e minimizar o comportamento cíclico e a tendência à reversão à média.

Nosso compromisso é olhar além das incertezas e turbulências de curto prazo, visando identificar oportunidades e assimetrias promissoras. Nossa trajetória de mais de uma década de "navegação em diferentes condições oceânicas" foi permeada por desafios, uma dose turbulência e ajustes de rota com alguns períodos de calma e "vento em popa". Isso nos traz o benefício de uma perspectiva histórica que acreditamos ser importante para identificar excessos e oportunidades em momentos de grandes deslocamentos de preços em relação ao valor do poder de geração de fluxo de caixa de empresas que analisamos.

- **As ações estão em patamares de *valuation* poucas vezes antes visto**

O argumento de que "bolsa está barata" com base somente no desconto do múltiplo Preço/Lucro atual para o histórico não é

perfeito, seja porque a composição do índice muda ao longo do tempo e existe uma concentração em setores específicos ou porque as empresas estão em momentos diferentes de crescimento, retorno e alavancagem, que são premissas determinantes para definição do múltiplo justo de uma ação.

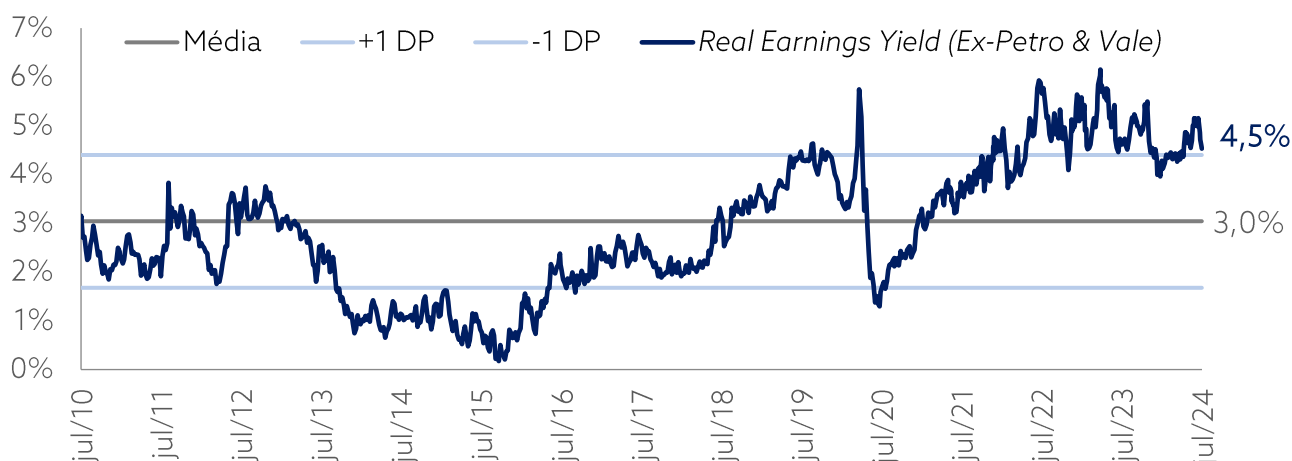
Além disso, para compararmos a oportunidade de se investir em ações com o custo de oportunidade comparado entre outros ativos, preferimos olhar o *earnings yield*, inverso do P/L, que implica quanto de lucro anual é gerado para cada real investido na ação da empresa. Ao subtrairmos desse valor a remuneração de títulos públicos de longo prazo indexados à inflação, o resultado é o prêmio pelo qual o investidor está sendo remunerado para tomar o risco de investir na bolsa vis a vis um ativo livre de risco.

Atualmente, o prêmio de risco para investir na carteira do Ibov ex-Petrobras e Vale está

mais que um desvio padrão acima da média histórica. Outra forma de pensar é: se esse portfólio mantiver o lucro constante em termos reais até o final dos seus fluxos de caixa, o investidor terá um retorno anualizado cerca de 5,0% superior ao da NTN-B de longo prazo, que hoje remunera próximo de IPCA + 6,4%. Pode-se levantar a hipótese que essa carteira não é capaz de repassar inflação ao longo dos anos, o que levaria a retornos decrescentes ao longo do tempo. No entanto, hoje existem diversos exemplos de empresas listadas na bolsa com históricos excelentes de retorno sobre o capital e crescimento acima da inflação, mas que negociam com prêmio à NTN-B de longo prazo.

Nossa forma de analisar empresas baseia-se em uma filosofia de avaliação qualitativa das companhias do nosso universo de cobertura – historicamente, consideramos como melhores ativos aqueles que demonstram

1. Real earnings yield (ex-Petrobras e Vale)



capacidade de repassar preço.

Acreditamos que os setores de Utilidades Públicas e Shoppings possuem algumas empresas com essas características e são exemplos da distorção entre preço e valor.

a) Utilidades públicas

Maior parte das empresas do setor tem contratos regulados e/ou com repasse de inflação, o que faz com que os fluxos de caixa futuros sejam altamente previsíveis.

Como podemos ver no gráfico 2, os ativos maduros de distribuição de energia da Equatorial, Energisa e Neoenergia entregaram crescimento médio de EBITDA de 18-20% a.a. nos últimos 7 anos com baixa volatilidade. Essa previsibilidade também se aplica às transmissoras e as geradoras de energia com portfólios bem contratados, de forma geral.

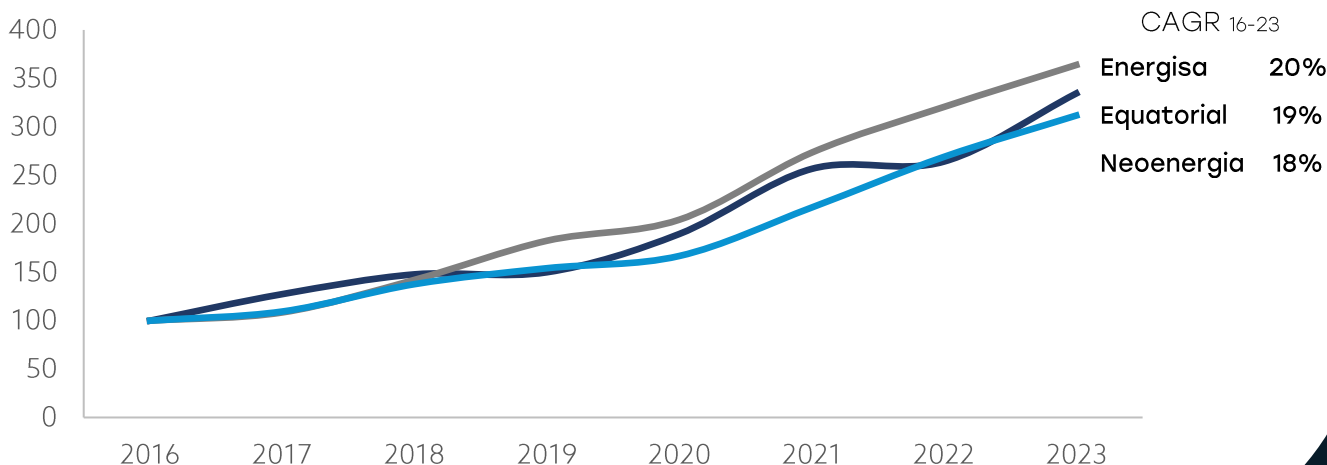
b) Shoppings

As três empresas do setor listadas em bolsa,

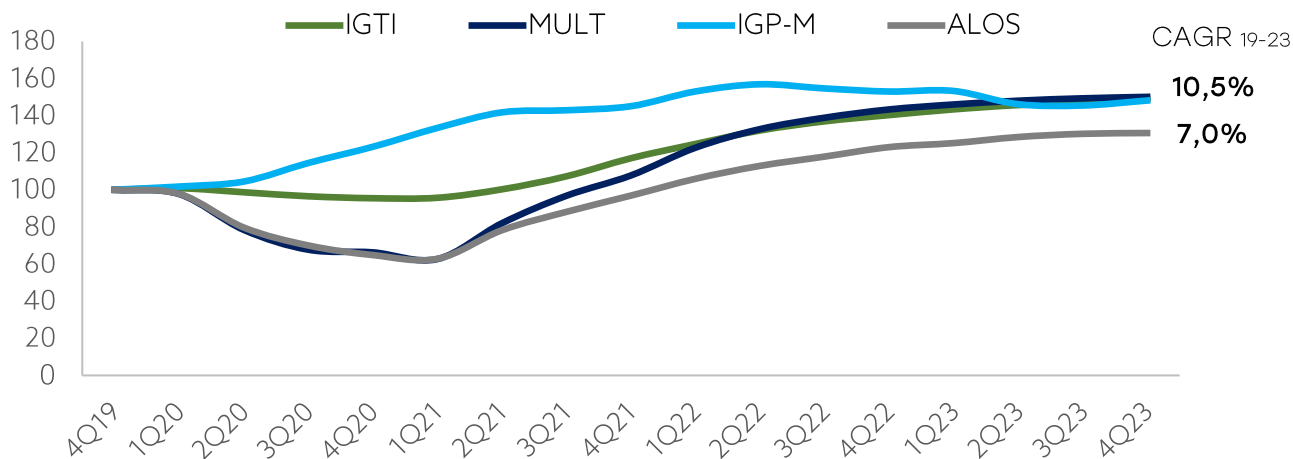
Multiplan, Iguatemi e Alos, possuem portfólios compostos majoritariamente por shoppings “dominantes”, que são ativos referência em suas regiões de atuação. Quando olhamos para evolução de venda dos lojistas e, conseqüentemente, do aluguel cobrado ao longo do tempo, vemos uma discrepância entre a performance dos ativos dominantes e os demais participantes da indústria.

Apesar de não se tratar de um setor regulado, como utilidades públicas, quando analisamos os momentos desafiadores que o setor enfrentou na última década, como 2014-2016 e 2020-2022, fica evidente resiliência e capacidade de repasse de inflação dos ativos dominantes. No gráfico abaixo, podemos observar que de 2019 a 2023, apesar de o IGP-M ter crescido 48%, Iguatemi e Multiplan foram capazes de repassar esse valor integralmente para os seus lojistas (gráfico 3).

2. EBITDA dos ativos maduros das distribuidoras (base 100)



3. Crescimento de aluguel/m² (base 100) vs. IGP-M



Nosso investimento atual em Iguatemi reflete a visão de um portfólio de ativos bastante *premium*, que foi capaz de entregar cerca de 3% de crescimento real de aluguel ao longo do tempo, sendo negociado a uma TIR real de IPCA+11,5%.

Ao longo dos últimos 14 anos, poucas vezes Iguatemi esteve mais barata que hoje. Se um investidor tivesse comprado ações da Iguatemi todos os dias desde 2010, somente em 22 dias ele teria pago múltiplos mais baixos que os atuais. Todos esses dias de "sorte" teriam sido em 2024.

Ao longo dos últimos anos temos observado transações de shoppings acontecendo fora do ambiente de bolsa. O que tem chamado atenção é o *valuation* em que esses negócios têm saído *vis-a-vis* a capacidade desses ativos de repassar a inflação para os seus lojistas.

No gráfico 4, comparamos o *cap rate*¹ das empresas de shoppings listados com o *cap*

rate de sete recentes transações privadas. Além disso, também comparamos a qualidade entre os ativos, a partir do crescimento de aluguel/m² dos ativos entre 2019-2023. Vale destacar que na maioria dessas transações os compradores foram Fundos Imobiliários. Esses fundos conseguem extrair mais valor dos ativos por uma questão tributária e, por isso, ajustamos os resultados operacionais dos ativos comprados por eles para melhor refletir o *cap rate* relativo.

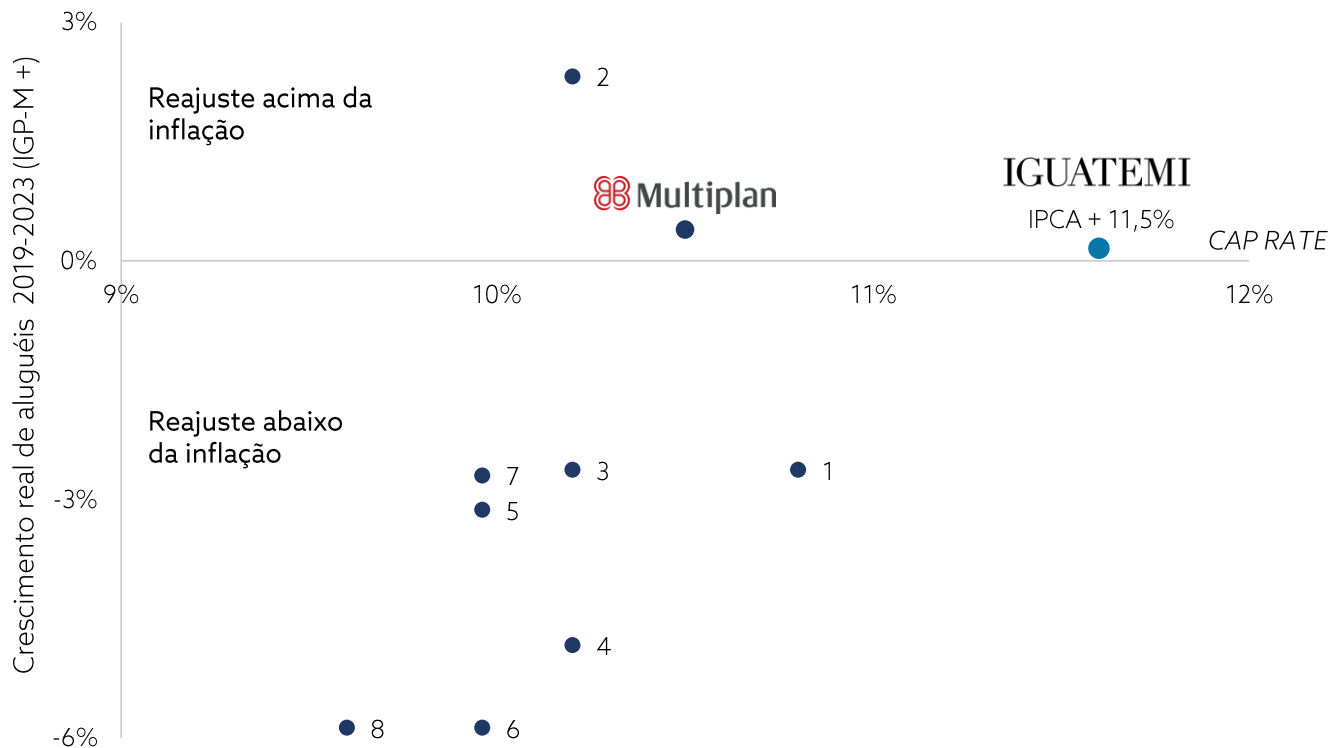
Observamos que no período, somente Iguatemi, Multiplan e um dos shoppings analisados foram capazes de repassar o IGP-M para os lojistas. Em contrapartida, Iguatemi está negociando a um *cap rate* próximo de 12%, enquanto a média das transações privadas, já com a eficiência tributária dos fundos imobiliários, de 10%.

• Portfólio

Apesar do Ibovespa continuar descontando,

1. *Cap rate* é calculado dividindo o lucro operacional pelo Valor da Firma. Fonte: Indie Capital e empresas.

4. Iguatemi e Multiplan vs. Ativos comprados por Fundos Imobiliários (FIIs)



Fonte: Indie Capital e empresas.

as expectativas de lucro por ação para os próximos 12 meses estão tendo revisões positivas. Os motivos podem ser diversos, como a diminuição do custo de dívida, menor do que há um ano, e melhorias operacionais, como diminuição de gastos da companhia e normalização dos preços das matérias-primas, por exemplo. Essa expectativa mostra que os resultados das empresas do Ibovespa, estão, de uma maneira geral, apresentando resultados melhores.

Durante o mês de julho, houve uma melhora no cenário global com a divulgação de dados de inflação americana menores do que o esperado pelo mercado. O S&P 500

encerrou o mês com um retorno de 1,1%, enquanto o Nasdaq apresentou uma queda de -0,7%.

5. P/L e Lucro por Ação esperado nos próximos 12 meses do IBOV



Fonte: Bloomberg.

No Brasil, o principal fator para a alta do mercado foi a perspectiva de queda dos juros americanos, que atraiu de volta o capital estrangeiro para a bolsa brasileira. Além disso, o governo anunciou algumas medidas de contenção dos gastos públicos, uma notícia positiva diante da desconfiança do mercado em relação à política fiscal atual. O Ibovespa encerrou o mês com um retorno de 3,0%.

O Indie FIC FIA apresentou rentabilidade de 3,96%, superando os 2,90% do IBX. Os principais destaques positivos de performance no período foram:

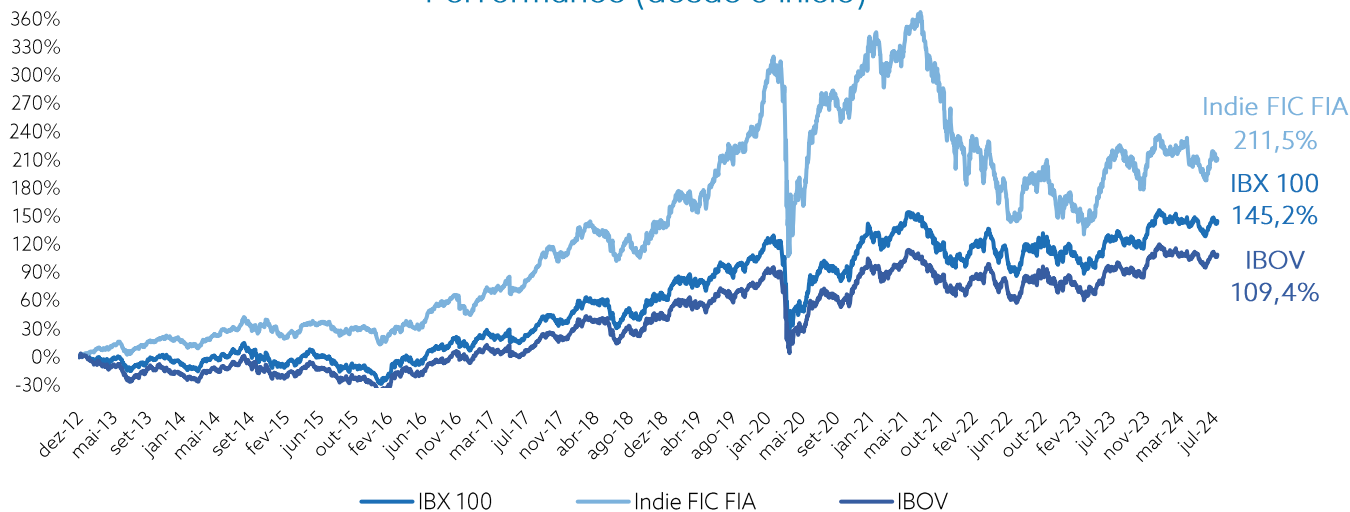
- Utilidades Públicas: impulsionadas pela boa performance da Sabesp, após a oferta pública, e da Copel;
- Imobiliário & Shoppings: principalmente Tenda, que divulgou dados operacionais positivos;
- Energia: com destaque para a Prio, beneficiada pela valorização do dólar e pelo aumento do preço do petróleo.

Durante julho, aumentamos marginalmente nossa exposição aos setores de serviços financeiros, utilidades públicas e materiais, enquanto diminuimos a exposição a consumo, imobiliário & shoppings e energia. Com essas alterações no portfólio, as principais exposições setoriais estão em utilidades públicas, serviços financeiros e

imobiliário & shoppings. Encerramos o mês com 3% de caixa.

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2013	Indie FIC FIA	4,52%	3,96%	0,96%	2,59%	1,62%	-6,95%	2,95%	2,81%	3,01%	4,00%	1,37%	-0,77%	21,39%	21,39%
	IBX 100	0,23%	-2,89%	0,64%	0,78%	-0,87%	-9,07%	1,74%	1,87%	4,98%	5,36%	-2,01%	-3,08%	-3,13%	-3,13%
2014	Indie FIC FIA	-6,97%	0,79%	2,41%	2,50%	2,76%	4,23%	0,90%	9,13%	-7,33%	3,38%	3,45%	-5,33%	8,90%	32,20%
	IBX 100	-8,15%	-0,32%	6,89%	2,71%	-1,12%	3,63%	4,46%	9,59%	-11,25%	0,95%	0,21%	-8,17%	-2,78%	-5,82%
2015	Indie FIC FIA	-9,50%	6,49%	1,12%	5,36%	-1,39%	2,01%	-3,01%	-5,25%	0,36%	2,03%	1,17%	-0,40%	-2,08%	29,45%
	IBX 100	-5,88%	9,33%	-0,50%	9,12%	-5,47%	0,77%	-3,44%	-8,25%	-3,10%	1,36%	-1,66%	-3,79%	-12,41%	-17,51%
2016	Indie FIC FIA	-6,08%	3,69%	3,17%	5,24%	-4,87%	5,18%	9,93%	3,30%	1,46%	5,47%	-7,37%	-2,10%	16,61%	50,95%
	IBX 100	-6,25%	5,29%	15,41%	7,14%	-9,41%	6,48%	11,31%	1,12%	0,60%	10,75%	-5,00%	-2,55%	36,70%	12,76%
2017	Indie FIC FIA	7,88%	4,95%	2,29%	1,79%	-3,43%	1,45%	5,70%	6,60%	6,44%	1,12%	-2,36%	5,92%	44,87%	118,68%
	IBX 100	7,21%	3,30%	-2,35%	0,88%	-3,66%	0,30%	4,91%	7,35%	4,69%	-0,13%	-3,38%	6,35%	27,55%	43,82%
2018	Indie FIC FIA	8,35%	1,10%	-0,80%	-1,14%	-7,42%	-3,95%	7,09%	-4,62%	2,31%	9,01%	3,22%	1,64%	14,15%	149,63%
	IBX 100	10,74%	0,42%	0,08%	0,82%	-10,91%	-5,19%	8,84%	-3,13%	3,23%	10,42%	2,66%	-1,29%	15,42%	66,00%
2019	Indie FIC FIA	10,42%	-2,54%	-0,79%	3,44%	2,65%	5,15%	4,85%	4,01%	1,06%	3,97%	1,49%	13,46%	57,29%	292,63%
	IBX 100	10,71%	-1,76%	-0,11%	1,06%	1,14%	4,10%	1,17%	-0,16%	3,21%	2,20%	0,97%	7,27%	33,39%	121,43%
2020	Indie FIC FIA	2,11%	-6,28%	-34,41%	15,07%	8,28%	12,71%	8,13%	0,48%	-5,92%	0,36%	11,12%	6,93%	7,45%	321,87%
	IBX 100	-1,25%	-8,22%	-30,09%	10,27%	8,52%	8,97%	8,41%	-3,38%	-4,58%	-0,55%	15,46%	9,15%	3,50%	129,18%
2021	Indie FIC FIA	-0,12%	-4,31%	2,25%	2,29%	6,84%	0,72%	-2,12%	-8,01%	-5,42%	-14,37%	-5,98%	3,82%	-23,43%	223,02%
	IBX 100	-3,03%	-3,45%	6,04%	2,84%	5,92%	0,63%	-3,99%	-3,25%	-6,99%	-6,81%	-1,69%	3,14%	-11,17%	103,57%
2022	Indie FIC FIA	3,96%	-4,96%	0,79%	-11,23%	0,50%	-13,65%	4,18%	10,47%	-1,67%	8,89%	-8,76%	-4,35%	-17,50%	166,50%
	IBX 100	6,87%	1,46%	5,96%	-10,11%	3,23%	-11,56%	4,40%	6,15%	-0,05%	5,57%	-3,11%	-2,63%	4,02%	111,75%
2023	Indie FIC FIA	3,50%	-8,23%	-4,01%	4,41%	10,90%	11,40%	3,75%	-6,60%	1,00%	-8,59%	13,89%	5,53%	26,46%	237,03%
	IBX 100	3,51%	-7,59%	-3,07%	1,93%	3,59%	8,87%	3,32%	-5,01%	0,84%	-3,03%	12,38%	5,48%	21,27%	156,80%
2024	Indie FIC FIA	-5,46%	1,47%	1,84%	-8,04%	-1,91%	0,87%	3,96%						-7,58%	211,46%
	IBX 100	-4,51%	0,96%	-0,73%	-1,34%	-3,18%	1,51%	2,90%						-4,51%	145,23%

Performance (desde o início)



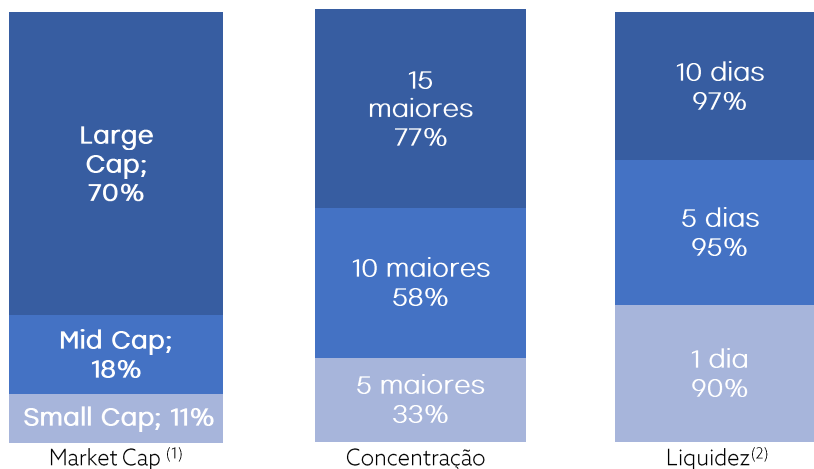
Exposição líquida por setor (média-mês)

Setor	Exposição
Utilidades públicas	29%
Serviços financeiros	14%
Imobiliário & Shoppings	9%
Energia	7%
Consumo	7%
Saúde	6%
Logística	6%
Serviços	6%
Bens de Capital	6%
Materiais	4%
Agronegócio	3%
Caixa	3%

Estadísticas do fundo

	Indie FIC FIA	IBOV	IBX 100
Retorno desde o Início	211,5%	109,4%	145,2%
Retorno anualizado	10,3%	6,6%	8,1%
Retorno 12 meses	-4,2%	4,7%	5,2%
Maior retorno mensal	15,1%	17,0%	15,5%
Menor retorno mensal	-34,4%	-29,9%	-30,1%
Vol. Anualizada	23,1%	23,9%	23,2%
Meses positivos	93	79	80
Meses negativos	46	60	59
Início do fundo	28/12/2012		
PL médio - 12m	R\$ 359 M		
PL atual	R\$ 279 M		
PL total da estratégia	R\$ 687 M		

Carteira por market cap, concentração e liquidez (média-mês)



INFORMAÇÕES GERAIS

Objetivo do fundo: Obter retornos reais acima do custo de oportunidade de nossos investidores através de investimentos no mercado de renda variável.

Público alvo: Investidores em geral

Aplicação mínima inicial: R\$ 5.000,00

Cota de aplicação: D+1du (fechamento)

Cota de resgate: D+30dc (fechamento)

Liquidação financeira: D+2du da cotização

Tributação: 15% de IR (sem come cotas)

Cod Bloomberg: INDCAPI BZ Equity

Cod ANBIMA: 325325 (CNPJ: 17.335.646/0001-22)

Classificação Anbima: Ações Livre

Taxa de adm máxima: 2,0%

Tx de performance: 20% sobre o que exceder IBX 100

Gestor: Indie Capital Investimentos LTDA

Administrador/Custódia: BTG Pactual Serviços

Financeiros S.A. DTVM

Auditor: Ernst & Young

1 Market Cap: Small Cap: menor que BRL 3 Bi; Mid Cap: entre BRL 3 Bi e 15 Bi; Large Cap: maior que BRL 15 Bi.
2 Liquidez: % de zeragem do portfólio operando 25% do volume diário médio dos últimos 30 dias.

Para maiores informações, acesse o material de divulgação clicando [aqui](#).

AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO. LEIA O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO É GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO (FGC). ESTE FUNDO POSSUI LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, PODENDO ESTA SER CONSULTADA NO SEGUINTE ENDEREÇO ELETRÔNICO: WWW.BTGPACTUAL.COM PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 MESES. A COMPARAÇÃO COM O CDI É MERA REFERÊNCIA ECONÔMICA, NÃO PARÂMETRO DE PERFORMANCE. A CONCESSÃO DO REGISTRO DA PRESENTE DISTRIBUIÇÃO NÃO IMPLICA, POR PARTE DA CVM, GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS OU JULGAMENTO SOBRE A QUALIDADE DO FUNDO, DE SEU ADMINISTRADOR OU DAS COTAS A SEREM DISTRIBUÍDAS. FUNDOS DE AÇÕES COM RENDA VARIÁVEL PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NO EXTERIOR.

