

4º Trimestre de 2024

# Relatório Trimestral

## Equitas High Convictions



# 1. Comentário do Gestor

Prezados Investidores,

O quarto trimestre de 2024 foi marcado por desafios no cenário doméstico e resiliência no ambiente internacional. Apesar da volatilidade, mantivemos uma abordagem disciplinada, priorizando empresas com fundamentos sólidos e dinâmicas de crescimento idiossincráticas, o que permitiu que nossos fundos apresentassem performance bastante superior aos índices da Bolsa brasileira. O Ibovespa se desvalorizou em -8,8% fechando o ano de 2024 com queda de -10,4%, enquanto o Índice de Small Caps teve queda de -13,2% no trimestre acumulando desvalorização de -25,0% no ano de 2024. O EWZ (índice da bolsa brasileira em dólares) caiu -21,1% no quarto trimestre, deterioração amplificada pela queda do Real vs o dólar americano de 13,4% no período. Com isso, o EWZ acumulou queda de -30,4% no ano de 2024, a pior performance de um mercado acionário no mundo em 2024. Neste ambiente extremamente desafiador, o Equitas High Convictions FIC FIA registrou alta de 5,96% no trimestre enquanto seu benchmark (IPCA+ média das taxas IMA-B5+) teve alta de 2,0%. Desde o início do fundo, sua performance acumulada é de +59,5%, em comparação com os 24,1% do Ibovespa e 25,4% do IPCA + média taxas IMA-B 5+<sup>1</sup>.

Este relatório destaca os principais acontecimentos e a performance dos nossos fundos.

## Cenário Doméstico

O Brasil enfrentou um trimestre desafiador, com piora das expectativas sobre a evolução do quadro fiscal e aumento da aversão ao risco em função da incapacidade do governo federal em oferecer uma resposta ao quadro de contínua deterioração. Além da queda dos ativos de risco, a desvalorização do real de 27,2% no ano, pressionou as expectativas de inflação para 2025, elevando significativamente a curva de juros<sup>1</sup>.

Por outro lado, as empresas do nosso portfólio, como 3Tentos e Orizon, continuaram a entregar resultados robustos, destacando-se pelo crescimento ancorado em dinâmicas idiossincráticas e menos dependentes do ambiente macroeconômico, como detalharemos abaixo.

De forma geral, a temporada de resultados do terceiro trimestre de 2024, divulgada em outubro, continuou trazendo boas notícias. As empresas listadas apresentaram crescimento de 11,4% na receita, 7,1% no EBITDA e 24,2% no lucro líquido, em comparação ao mesmo período de 2023. Empresas mais expostas ao mercado doméstico tiveram ainda melhores resultados, com aumento de 13,0% na receita, 18,3% no EBITDA e 20,9% no lucro líquido<sup>2</sup>.

Entre as empresas do nosso portfólio, os resultados foram ainda mais expressivos, com crescimento de 31,2% na receita, 82,1% no EBITDA e 33,9% no lucro líquido no portfólio do Equitas Selection, e 40,6%, 130,7% e 34,4%, respectivamente, no portfólio do Equitas High Convictions<sup>3</sup>.

Comparativo de performance 3Q24 e 9M24	Comparação 9M24 vs 9M23			Comparação 3Q24 vs 3Q23		
	% YoY Receita Líquida	% YoY EBITDA	% YoY Lucro Líquido	% YoY Receita Líquida	% YoY EBITDA	% YoY Lucro Líquido
	Consolidado Brasil	6,7%	6,1%	(3,6%)	11,4%	7,1%
Consolidado Ex Vale e Petro	8,3%	12,1%	12,7%	11,9%	8,5%	28,4%
Domésticas	9,3%	18,3%	26,3%	13,0%	18,3%	20,9%
<b>Portfólio High Convictions</b>	<b>42,9%</b>	<b>93,5%</b>	<b>100,6%</b>	<b>40,6%</b>	<b>130,7%</b>	<b>34,4%</b>
<b>Portfólio Selection (ex Petro e Suzano)*</b>	<b>31,4%</b>	<b>54,6%</b>	<b>66,9%</b>	<b>31,2%</b>	<b>82,1%</b>	<b>33,9%</b>

\*Excluimos Petrobras e Suzano da amostra, pois ambas tiveram resultados distorcidos por provisões e marcação a mercado de dívidas em moeda estrangeira.

## Cenário Internacional

No cenário externo, o destaque foi a consolidação do "soft landing" nos EUA, com índices como o S&P 500 (+2,1% no quarto trimestre e +23,3% em 2024) e Nasdaq (+4,7% no quarto trimestre e +24,9% em 2024) liderando o desempenho global. A eleição de Donald Trump trouxe otimismo adicional, sustentando expectativas de políticas pró-crescimento. A China também sinalizou estímulos adicionais, impulsionando perspectivas para mercados emergentes em 2025<sup>1</sup>.

## Destaques do Portfólio

1. Transação da Eletromidia: O principal evento de nossos portfólios no trimestre foi a aquisição do controle da Eletromidia pela Globo, em uma transação avaliada em R\$29 por ação. Este desfecho confirmou nossa visão estratégica para o ativo e gerou retornos expressivos para os nossos fundos. A Eletromidia representava uma parcela significativa dos portfólios no momento da transação: 10% do Equitas Selection, 16% do Equitas High Convictions e 7% do Equitas Global Vision. Com o sucesso da operação, concluímos este investimento, reforçando nossa estratégia de buscar oportunidades com alto potencial de criação de valor.
2. 3Tentos: Crescimento robusto com resultados expressivos no 3T24. A empresa ampliou sua capacidade produtiva e fortaleceu sua posição como líder em serviços integrados ao agronegócio.
3. Orizon: Avanços significativos na transformação de aterros sanitários em polos de biometano, alinhados à transição energética global.

Esses resultados reforçam nossa tese de investimento e a capacidade de geração de valor das empresas em nosso portfólio.

## Perspectivas para 2025

O cenário de incertezas no Brasil exige prudência. Temos mantido uma posição de caixa mais elevada e focado em empresas com fundamentos sólidos e dinâmicas idiossincráticas positivas. Continuamos confiantes em nossa estratégia e reiteramos nossa meta de oferecer retornos consistentes e acima da média para nossos investidores. A projeção de taxa interna de retorno para os próximos três anos permanece acima de 25% ao ano.

## Agradecimentos

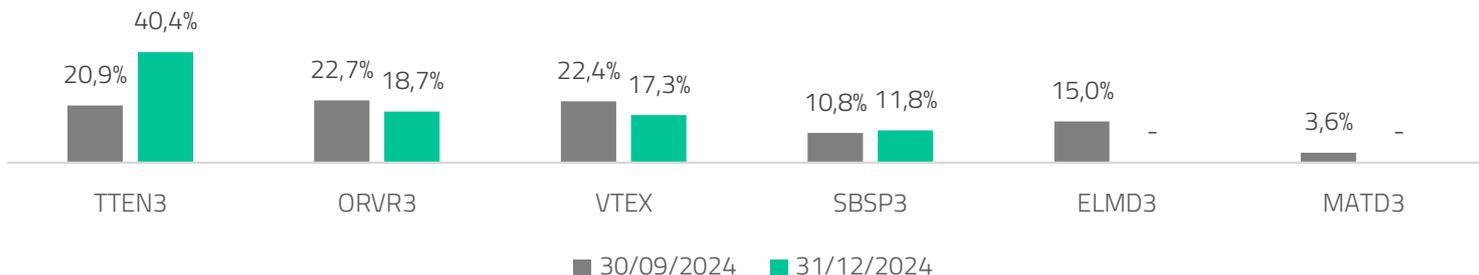
Agradecemos pela confiança depositada em nossa gestão e reafirmamos nosso compromisso com a transparência e a criação de valor sustentável. Seguiremos focados em maximizar os retornos e proteger os interesses de nossos investidores.

Atenciosamente,

Time de Investimentos – Drȳs Capital 

## 2. Alterações no Portfólio

No quarto trimestre de 2024, a redução de ELMD e MATD foram as principais alterações de alocação no portfólio do Equitas High Convictions. Abaixo apresentamos a evolução do portfólio ao longo do trimestre.



## 3. Atualizações das Principais Empresas do Portfólio

A seguir, destaques no trimestre das principais posições do portfólio ordenadas pelo tamanho da posição em nossos portfólios.

### Três Tentos (TTEN3)

**+21,38% no 4Q24 e +15,49% em 2024**



Dois eventos importantes marcaram o último trimestre de 2024 na tese de investimentos de 3tentos, sendo eles o 3tentos Day e a divulgação dos resultados do 3T24, ambos em novembro.

- Resultado 3T24:** Os resultados divulgados superaram nossas expectativas e, ao que tudo indica, as do mercado também, levando a ação a subir **16,4% no dia** seguinte a divulgação. A receita líquida apresentou crescimento de **45,4% YoY**, alcançando **R\$ 3,5 bilhões**, com EBITDA ajustado de **R\$ 342 milhões (+194% YoY)** e lucro líquido ajustado de **R\$ 194 milhões (-3% YoY)**. Vale comentar que a queda no lucro líquido reflete o impacto da mudança na lei das subvenções, que excluiu o abatimento de benefícios de subvenção no cálculo da alíquota do IRPJ/CSLL desde o início de 2024. O segmento de indústria foi grande destaque apresentando margens por tonelada fortes (**R\$ 666/ton vs. R\$350/ton no 3T23**) com volumes robustos (32% YoY), mais que compensando as margens mais fracas no segmento de varejo (15,1% vs. 16,7% no 3T23). A performance no segmento de insumos continua a refletir ambiente mais fraco do setor de varejo agrícola levando revendas concorrentes a situações de estresse financeiro mais sério, muitas vezes liquidando estoques na tentativa de levantar caixa rápido para suas operações. Além disso, o mix de vendas foi afetado pelo atraso no plantio e deve ser compensado no trimestre seguinte. Do lado do frete, ponto fortemente questionado pelo mercado desde o início das operações no MT, a 3tentos apresentou uma redução relevante por tonelada passando de **R\$ 235/ton no 2T24 para R\$ 200/ton no 3T24** (mesmo com a maior participação do MT na originação de grãos que no 2T24). Esse resultado é reflexo do trabalho desde o início da operação industrial no Centro Oeste para aumento de eficiência logística da 3tentos. Mesmo navegando sob uma conjuntura delicada no setor agrícola, e no meio do período de investimentos do seu plano "Novo Ciclo de Crescimento", a 3tentos conseguiu fechar o trimestre com dívida líquida de apenas **R\$ 149mn (ou 0,13x EBITDA dos últimos 12 meses)** e com um **ROIC de 21,5%**.

- **3tentos Day:** No evento a empresa repassou os principais resultados do ano e as perspectivas da próxima safra. Vários detalhes da operação e do plano de expansão foram abertos com destaque especial para o etanol de milho que deverá contar com suprimento próprio de biomassa oriundo de silvicultura da própria 3tentos e contratos de médio/longo prazo de fornecimento de biomassa com terceiros. O projeto também conseguiu um financiamento do **Fundo Clima (BNDES) de R\$ 500 milhões** para a planta, reduzindo ainda mais o custo de capital da companhia. Outro ponto apresentado foi a revisão de *guidance*, levando a capacidade de moagem da planta de **etanol de milho de 2,1 mil para 2,8 mil toneladas/dia** e o investimento estimado **de R\$ 1,06 bilhão para R\$ 1,16 bilhão**. A previsão de capacidade de produção de biodiesel também foi ampliada, **de 2.500 m<sup>3</sup> para 3.000 m<sup>3</sup> por dia**.

Seguimos confiantes e entusiasmados com a nossa posição em Três Tentos. Vemos a companhia desempenhando com êxito o plano de investimentos e crescimento ao qual subscrevemos à época de seu IPO em 2021. Observamos com proximidade a prova de conceito de resiliência e sustentabilidade do modelo de negócios da companhia, atravessando os mais diversos cenários nesse período.

## Orizon (ORVR3)

**-20,75% no 4Q24 e -2,10% em 2024**



Durante o quarto trimestre de 2024, alguns updates importante na tese de Orizon podem ser destacados:

- **Bauru - SP (outubro):** Em linha com os as parcerias reportadas no terceiro trimestre nos aterros da Estre em Curitiba e Guatapará, a Orizon anunciou mais um acordo para compra de biogás de terceiros, agora em **Baurú – SP**. As condições negociadas entre as partes são semelhantes à dos demais aterros e incluem contrato de compra e venda de biogás **por 20 anos** por parte da Orizon, o que viabilizará a produção **de 25 mil nm<sup>3</sup>/dia de biometano** a partir de 2027. Vale lembrar que esse biometano é de propriedade integral da BioE (subsidiária integral da Orizon Meio Ambiente).
- **Off-taker Tremembé (novembro):** A companhia anunciou um contrato de venda de biometano produzido no aterro de Tremembé-SP para a Nêogas (subsidiária da Ultragás). O volume médio negociado é de 35 mil nm<sup>3</sup>/dia em um contrato de 10 anos e tem fornecimento previsto para iniciar no terceiro trimestre de 2027. Esse é o quarto contrato de off-taker tornado público pela companhia até então, somando um total negociado já próximo a 490 mil nm<sup>3</sup>/dia. Esperamos que a companhia anuncie, adicionalmente, nos próximos anos algo entre 750 mil e 800 mil nm<sup>3</sup>/dia de biometano em outros aterros.
- **Financiamento com BNB (2 de janeiro 2025):** No primeiro dia útil do ano novo, a companhia anunciou um acordo de financiamento com o Banco do Nordeste Brasil S.A. ("BNB") no valor de R\$ 266 milhões a um custo de IPCA+3,3% com 15 anos de vigência, incluindo 3 anos de carência. O financiamento vem no contexto da planta de biometano sendo construída em Jaboatão dos Guararapes (PE) e que deve iniciar suas operações agora no começo de 2025.

Com relação ao resultado do 3T24, reportado em novembro, observamos um crescimento relevante em receita (R\$ 249mn versus R\$ 215mn no 2T24), EBITDA (R\$ 132mn versus R\$ 100mn no 2T24) e lucro líquido (R\$ 41mn versus R\$ 11mn 2T24). Essa melhora foi fortemente impactada pelo reconhecimento no resultado da venda de 1,1 milhão tCO<sub>2</sub> créditos de carbono anunciada em agosto gerando uma receita adicional de R\$ 37 milhões. Além deste fator, o resultado foi em linha com as expectativas, com a companhia entregando as evoluções esperadas no seu pipeline de biometano e mantendo o movimento de troca de mix de resíduo recebido, priorizando aqueles com maior potencial futuro de geração de biogás. A empresa terminou o trimestre com uma dívida líquida de 2,7x o EBITDA dos últimos 12 meses (com diversos aterros ainda em processo de *ramp-up*). **Enxergamos a Orizon negociando a um múltiplo de 6,9x EV/EBITDA 2025 com uma TIR de 3 anos de 33% a.a.**

## VTEX (VTEX)

-10,23% no 4Q24 e +8,87% em 2024



Os resultados do 3T24 da VTEX foram mistos, com destaque para um EBIT acima do esperado e o aumento do *guidance* de margem EBIT, que passou de “*high single digits to low teens*” para “*low teens*”. Em contrapartida, a receita em dólar ficou levemente abaixo do esperado, principalmente devido à depreciação do real e à queda na Argentina após mudanças econômicas promovidas pelo governo Milei no final de 2023.

A receita total cresceu 18% em FX *neutral*, com avanço de 22% na linha de *Subscription*, enquanto Serviços desacelerou de forma intencional, resultando em um mix mais favorável para margens. %, refletindo maior eficiência operacional e redução de custos. A margem EBIT esperada para o 3T24 era entre 0%-4%, e a realizada foi de 5

Diante disso, a VTEX ajustou seu *guidance* de crescimento de receita de 18%-20% para 18,5-19,5% em FX *neutral*. Após a divulgação do 3T24, no início de dezembro, a empresa destacou o sólido desempenho na Black Friday e Cyber Monday, com GMV crescendo 19% FX *neutral*, acelerando em relação aos 17% do 3T24 e impactando positivamente as perspectivas para o 4T24.

Em janeiro de 2025, a VTEX realizou sua primeira aquisição em *retail media*, comprando a Newtail por valores entre US\$ 1 milhão e US\$ 10 milhões. A aquisição adicionou mais de 400 anunciantes e clientes importantes, como Casas Bahia, Panvel e Leroy Merlin, ao ecossistema da empresa, fortalecendo sua capacidade de monetizar espaços publicitários.

Ao longo de 2024, a VTEX apresentou sólido crescimento de receita e melhorias consistentes em margens, impulsionadas pela alavancagem operacional, disciplina de custos e foco em expansão sustentável, apesar de desafios pontuais como a instabilidade na Argentina e os impactos cambiais. A empresa consolidou presença internacional, com forte desempenho no Brasil e avanços estratégicos, incluindo aquisições como a Newtail.

Mantemos nossa visão positiva sobre VTEX, destacando o mercado brasileiro sólido e o potencial de aceleração internacional. Apesar das incertezas em mercados desenvolvidos e dos juros elevados, a empresa segue bem posicionada, negociando a 3,4x EV/Sales, com uma TIR estimada de 20% nos próximos 3 anos.

## Sabesp (SBSP3)

-2,10% no 4Q24 e +19,48% em 2024



As ações acumulam uma queda de -2,1% no 4T24, mas ainda assim encerraram o ano de 2024 com uma valorização de +20,0%.

Os resultados do 3T24 (o primeiro trimestre de gestão pós-privatização) vieram em linha com nossa expectativa e as do consenso de mercado, mas com elevada qualidade de desempenho, dado que os custos gerenciáveis (pessoal, materiais, serviços e outros) caíram -15% na comparação anual. Outro ponto de destaque foi o efeito positivo contábil de R\$8,8 bilhões relacionado à assinatura do novo contrato de concessão. Embora não seja um ganho na base caixa, essa surpresa positiva gera lucro contábil que pode ser incorporado no cálculo de distribuição de dividendos que do ano, nas nossas estimativas, implicaria uma distribuição R\$3,6/ação para o ano de 2024, ou um dividend yield de 4%, o que julgamos satisfatórios para uma tese de crescimento como a Sabesp.

Finalmente, outro evento de destaque no 4T24 foi a publicação em 23 de dezembro do primeiro termo aditivo ao contrato de concessão entre a Sabesp e a URAE-1 Sudeste, agrupamento que reúne os 371 municípios para os quais a empresa presta serviços de saneamento.

Segundo o texto publicado, ficou determinado que a ARSESP (Agência Reguladora dos Serviços Públicos do Estado de São Paulo) deverá realizar ajuste compensatório relacionado à defasagem no reconhecimento dos investimentos incrementais na base de ativos regulatória (RAB) da companhia. O ajuste deverá contemplar tanto a remuneração regulatória (WACC) como correção pelo IPCA.

Consideramos o anúncio como uma surpresa muito positiva, dado que mitiga o impacto negativo da defasagem de 18 meses da incorporação de investimentos na base de ativos da Sabesp. Para contexto, cada redução de 6 meses do período de defasagem **gera um impacto positivo em nosso preço-alvo de Sabesp de cerca de R\$3/ação, ou 3,3% sobre o valor das ações.**

Continuamos otimistas com nossa tese de investimentos em Sabesp, e achamos que a companhia está posicionada para entrar em um ciclo virtuoso que raras vezes se observa no setor de utilities no Brasil. Em primeiro lugar, acreditamos que a companhia **tem potencial de geração de fluxo de caixa adicional de R\$2 bilhões ao ano apenas com a convergência de seus custos gerenciáveis** para o patamar de empresas privadas. Em segundo lugar, a companhia tem um crescimento contratado em sua área de concessão, **de R\$70 bilhões de investimentos até 2029**, o que praticamente dobraria sua base de ativos. As ações negociam a 0,88x EV/RAB e 6,4x EBITDA em 2025, com uma **TIR esperada em 3 anos de 25%.**

## Equitas High Convictions FIC FIA

-  **Data de Início** 18/07/2022
-  **Fundo** Equitas High Convictions FIC FIA | 41.594.476/0001-85
-  **Público Alvo** Investidores Qualificados
-  **Taxa de Administração** 2,0% a.a.
-  **Taxa de Performance** 20% sobre o que exceder a variação do IPCA + média de taxas IMA-B5+ (cobrado anualmente)
-  **Patrimônio Líquido** R\$ 28,6 Milhões | 31-dez-24  
R\$ 26,7 milhões | Médio 12 meses

### Rentabilidade

#### 4T2024

5,9% 2,0% -8,8%

Fundo

IPCA+  
IMA-B5+

Ibovespa

#### Anual

15,2% 9,8% -10,4%

Fundo

IPCA+  
IMA-B5+

Ibovespa

#### Últ. 12 meses

15,2% 9,8% -10,4%

Fundo

IPCA+  
IMA-B5+

Ibovespa

#### Desde o início

59,5% 25,4% 24,1%

Fundo

IPCA+  
IMA-B5+

Ibovespa



Este material foi desenvolvido pela DRÝS CAPITAL LTDA (“DRÝS”) com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço pela DRÝS e nem venda de cotas dos fundos por ela geridos., com os riscos daí recorrentes. Antes de investir, algumas informações importantes para consideração:

(a) Recomendamos ao investidor a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento, do formulário de informações complementares e da lâmina de informações essenciais antes de realizar investimentos, sobretudo sobre os aspectos de risco relacionados ao investimento. (b) 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 Créditos – FGC. (c) A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de Impostos. (d) Os fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da DRÝS. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse 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 DRÝS não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem 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 DRÝS através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail [contato@dryscapital.com.br](mailto:contato@dryscapital.com.br)

Para informações adicionais e acesso ao regulamento e lâminas, acesse o site [www.dryscapital.com.br](http://www.dryscapital.com.br)



## **Drýs Capital**

Rua Funchal - n. 375  
Conjuntos 151 e 152  
CEP. 04551-060  
Vila Olímpia - São Paulo

**Drýs**  
CAPITAL