

“Muito mais dinheiro foi perdido por investidores preparando-se para correções, ou tentando antecipá-las, do que nas próprias correções” – Peter Lynch¹

Em meio ao grande fluxo de capital saindo da renda variável para renda fixa motivado pelo aumento das taxas de juros no Brasil e um cenário macroeconômico mais incerto e desafiador, muitos investidores nos perguntam como devem estar posicionados em seus investimentos. Dentre os fatores impactando o ambiente macroeconômico, destacam-se:

- (i) O risco fiscal nacional;
- (ii) A manutenção do cenário inflacionário doméstico, estimulando aumentos sucessivos na curva de juros;
- (iii) Riscos relacionados à pandemia do Covid-19;
- (iv) Olhos voltados para as eleições domésticas de 2022; e, principalmente,
- (v) O receio de que o banco central norte americano estaria atrás da curva no ciclo de aumento de juros.

Assim, frequentemente confrontados pelo noticiário político e econômico, investidores questionam-se se devem ou não estar alocados em bolsa; se devem aguardar por um melhor ponto de entrada; ou se devem reduzir suas exposições ao mercado acionário e aumentar suas reservas de caixa. Sobre este tema, iniciamos a nossa segunda carta semestral.

Um exercício que costumamos fazer ao analisar as empresas que investimos é o de olhar como esses negócios se comportaram em cenários mais adversos no passado para construir parâmetros de como devem se comportar para frente. Utilizando o mesmo racional e analisando os eventos macros ocorridos nos últimos quase nove anos², destacamos o impeachment de uma presidente, a maior recessão econômica e o maior escândalo de corrupção da história do país, o descontrole das contas públicas e o vazamento de um áudio envolvendo o presidente Temer, impossibilitando a continuação de uma agenda reformista, após ter emplacado importantes reformas, como a trabalhista e a PEC do Teto de Gastos.

A partir de 2019, ressurgia a esperança na economia brasileira, com importantes conquistas em nosso ambiente político-econômico, como a aprovação da Autonomia do Banco Central, a abertura do mercado de gás e do refino de petróleo, a Nova Previdência, a regulamentação da Lei de Liberdade Econômica, a aprovação do Novo Marco do Saneamento Básico e um ambicioso plano de concessões na área de infraestrutura. Quando a atividade econômica parecia tracionar, eis que surge um evento ‘Cisne Negro’ – a mais grave pandemia em pelo menos cem anos – e paralisa atividades no Congresso Nacional, engavetando demais importantes reformas econômicas, além de expandir o gasto público.

¹ <https://www.fidelity.com/viewpoints/investing-ideas/peter-lynch-investment-strategy> | À frente do Magellan Fund, Peter Lynch atingiu uma taxa de retorno anualizada de 29% entre 1977 e 1990, obtendo com este resultado a posição de Mutual Fund mais rentável do mundo

² Desde o início do fundo – Fevereiro 2013

Todos esses eventos colaboraram para uma década perdida com a contração da produtividade, principal alavanca do crescimento econômico per capita. Entretanto, ressaltam a nossa visão de que o micro pode sobressaltar o macro em horizontes mais longos na prática da atividade de investimento, assim como da importância de se escolher bons ativos, descontados em relação ao seu valor intrínseco, que se encontrem em uma dinâmica competitiva favorável.

Se nossos primeiros investidores baseassem suas decisões de investimentos em fatores macroeconômicos e soubessem de antemão em 2013, quando o fundo iniciou, o rumo político e econômico que encontraríamos pela frente, muito provavelmente teriam se absterido de investir, renunciando a um retorno acumulado de 868% e anualizado de 29,2%³. Inegavelmente, o cenário macro impacta a volatilidade de curto prazo, assim como proporciona possibilidades de retornos superiores. Dessa forma, entendemos o risco como a possibilidade de perda permanente de capital e não a volatilidade, a qual pode ser utilizada a favor ou contra o investidor, dependendo de como esse se comporta com as flutuações de curto prazo.

Um bom *stock picking* em momentos de estresse, em que bons ativos, por muitas vezes, têm sua liquidez reduzida e ficam esquecidos na bolsa de valores ou sofrem vendas forçadas em decorrência de resgates em fundos, geram excelentes oportunidades de alocação. Quanto menor o preço pago em relação ao seu valor intrínseco, maiores tenderão a ser os retornos colhidos no futuro.

Além disso, vale ressaltar que mudanças no ambiente macro tendem a afetar fundamentos de diferentes empresas e indústrias de forma heterogênea. Nossa gestão de portfólio busca mitigá-las ao balancear empresas com exposições contrárias aos mesmos ventos macroeconômicos. Como um exemplo, temos participações em empresas cujos insumos são dolarizados e que em uma eventual valorização do real se beneficiariam ao reduzir seus custos, assim como em empresas que exportam produtos dolarizados e aumentariam suas receitas e margens no caso de um real ainda mais desvalorizado.

Levando a discussão adiante e abordando-a sob outro prisma, concordamos que acertar as flutuações de curto prazo com o intuito de fazer alocações ótimas é uma habilidade invejável, que todos os investidores gostariam de ter. Aliás, por que deixar dinheiro na mesa, se soubéssemos que um melhor ponto de entrada está por vir?

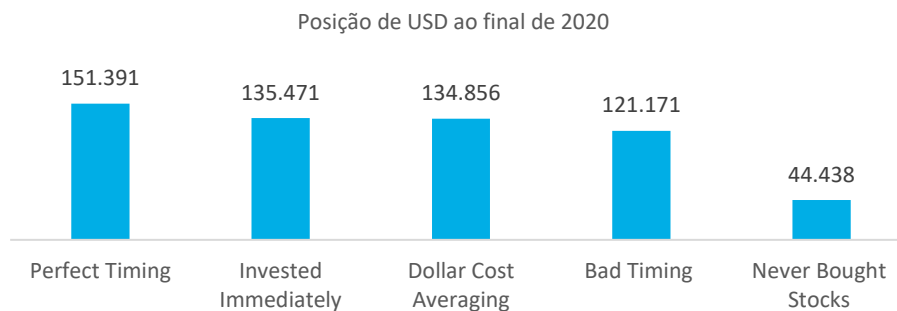
Entretanto, além da improbabilidade de conseguir acertar o *'timing'* de mercado consistentemente, trazemos o estudo realizado pela corretora Charles Schwab *"Does Market Timing Work"*,⁴ que corrobora a nossa visão de que o efeito deste *perfect timing* não é preponderante na composição do retorno do investidor de longo prazo. No estudo foram analisados retornos obtidos por 5 tipos hipotéticos de investidores em uma janela de 20 anos. Assume-se que cada investidor aporta um

³ A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É Recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos

⁴ "Does Market Timing Work?" (2021) | <https://www.schwab.com/resource-center/insights/content/does-market-timing-work>

montante de USD 2.000 a cada ano em um portfólio que replica o S&P 500 entre 2001 e 2020, com as seguintes estratégias de alocação:

- **Peter Perfect:** conseguiu consistentemente acertar o melhor ponto de entrada no índice S&P 500 em cada um dos 20 anos.
- **Ashley Action:** alocou os recursos a cada primeiro dia de negociação de cada ano, agindo imediatamente, sem esperar por um eventual melhor ponto de entrada.
- **Matthew Monthly:** aportou regularmente no primeiro dia de cada mês, segmentando o montante anual em 12 parcelas iguais – prática conhecida como *dollar cost averaging*.
- **Rosie Rotten:** ao contrário de Peter Perfect, alocou seus recursos no pior ponto de entrada em cada um dos 20 anos – nos maiores níveis do índice.
- **Larry Linger:** manteve os recursos aplicados em títulos do tesouro, esperando por níveis mais baixos de preços no mercado acionário e nunca tendo escolhido um ponto de entrada ótimo.



Conforme ilustrado no gráfico acima, apesar de realizar o impossível – prever o menor preço do índice para fazer seus aportes consistentemente por 20 anos – Peter Perfect não obteve resultados expressivamente superiores a Ashley Action e Matthew Monthly, que realizaram os aportes imediatamente no primeiro dia de cada ano e aportes em parcelas mensais seguindo a prática de *dollar cost averaging*, respectivamente. Outro achado interessante é que Rosie Rotten, mesmo aportando seus recursos no pior dia de cada ano, obteve resultados expressivamente melhores do que o investidor que se absteve do mercado de ações.

O mesmo experimento foi replicado em 76 diferentes janelas de 20 anos, entre os anos de 1925 e 2020. Em 66 delas os retornos de maior sucesso foram obtidos na mesma ordem de estratégias:

1. *Perfect timing;*
2. *Invested immediately;*
3. *Dollar cost averaging;*
4. *Bad timing; e*
5. *Never bought stocks.*

Das 10 janelas restantes, em quatro delas a estratégia de *dollar cost averaging* superou o investidor que alocou todo primeiro dia do ano (*invested immediately*), e em 6 o investidor que nunca comprou ações (*never bought stocks*) não ficou em última colocação, apenas superando todas as estratégias de alocação no período de 1955 a 1974.

Como mencionado acima, acreditamos não ser possível acertar consistentemente os melhores pontos de entrada e nem prever a direção do mercado. Entendemos que investidores provavelmente perderão, ou ao menos deixarão de ganhar, ao tentar antecipar correções. Dito isso, nos restam duas estratégias de alocação: alocar a parcela designada ao mercado de ações assim que os recursos estiverem disponíveis; ou o investidor pode organizá-los de modo a fazer aportes regulares periodicamente, sejam estes mensais, trimestrais, semestrais, seguindo a prática de *dollar cost averaging*.

Em qualquer uma das duas estratégias de alocação descritas acima, um importante atributo do investidor de longo prazo é a realização de aportes recorrentes ao longo do tempo e, em especial, nos momentos mais desafiadores dada a tendência do mercado de penalizar em excesso o preço dos ativos ao perpetuar o passado recente. Deveria ser contraintuitivo para qualquer investidor que a percepção de risco aumente com a alta da volatilidade e baixa dos preços. A gestão de risco do *value investor* tem como principal foco o constante monitoramento dos fundamentos das empresas, e nada diz respeito às flutuações de curto prazo do mercado como um todo.

“O investimento mais seguro e potencialmente lucrativo é comprar quando o ativo não é desejado por ninguém. Com o tempo, sua popularidade e, portanto, seu preço só pode seguir um sentido: para cima.” – Howard Marks⁵

A mesma lógica se aplica à nossa atividade de gestão. Não buscamos parametrizar nossa posição de caixa conforme sentimento em relação à direção de mercado e somos agnósticos quanto a fatores macroeconômicos. Manteremos uma alta alocação em ações enquanto oportunidades de investimento atrativas estiverem disponíveis. Desta forma, iniciamos o ano de 2022 com 99% do fundo alocado em ações, enxergando grandes assimetrias entre preço e valor nas empresas investidas.

Case de investimento – Syn Prop & Tech

Nesta carta, vamos descrever nossa tese de investimentos na Syn Prop & Tech (SYNE3 – antiga Cyrela Commercial Properties) que contribuiu com 1,93% para a performance do fundo no segundo semestre de 2021 e exemplifica como estratégias acertadas de alocação de capital por parte dos executivos das empresas são capazes de criar valor para seus acionistas. Investimos na Syn tendo como base dois pilares, que abordaremos com mais detalhes:

- (i) Melhoria do ciclo do mercado de lajes corporativas na cidade de São Paulo;
- (ii) Reposicionamento estratégico da empresa para se tornar menos intensiva em capital e mais voltada à prestação de serviços e negócios ligados ao setor de tecnologia.

⁵ Random Thoughts on the Identification of Investment Opportunities (1994) | *“The safest and most potentially profitable thing is to buy something when no one likes it. Given time, its popularity, and thus its price, can only go one way: up.”*

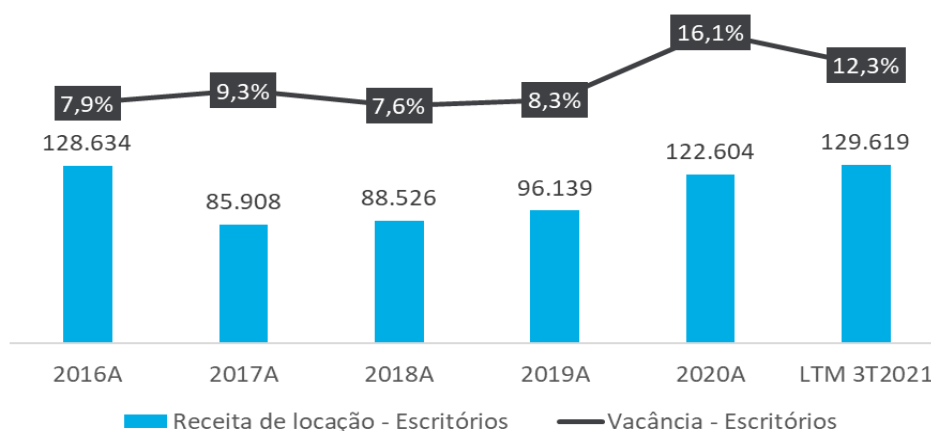
A Companhia

No momento em que iniciamos o investimento, em abril de 2021, a Syn era uma empresa do setor de exploração imobiliária, sendo proprietária de participações relevantes em 15 torres comerciais de escritórios de alta qualidade (classes AAA e A) majoritariamente localizados em áreas nobres da cidade de São Paulo e alugados para empresas de setores diversos. Dentre as propriedades da companhia, destacava-se o conjunto de 7 torres localizadas entre as avenidas Faria Lima e Juscelino Kubitschek. Tal portfólio continha alguns dos edifícios mais icônicos da região, como o Faria Lima Financial Center e o Faria Lima Square, além de representar mais de 6% do estoque total de área bruta locável (ABL) de altíssima qualidade dessas áreas, duas das mais valorizadas da cidade de São Paulo:



Fonte: Syn RI

Receita de locação e vacância financeira - Escritórios Syn



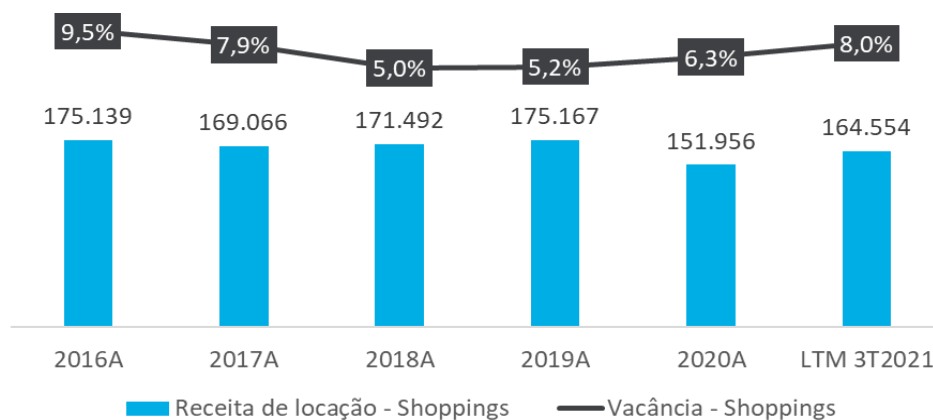
Fonte: Syn RI

Além do portfólio de lajes corporativas, a companhia também possuía participações em 7 shoppings centers, 4 deles localizados na região metropolitana de São Paulo (Shopping Cidade São Paulo, Shopping D, Grand Plaza e Tietê Plaza) e os demais nas cidades de Belo Horizonte (Shopping Estação BH), Goiânia (Shopping Cerrado) e Rio de Janeiro (Metropolitano Barra), totalizando uma área bruta locável (ABL) de 141.454m²:



Fonte: Syn RI

Receita de locação e vacância financeira - Shoppings Syn



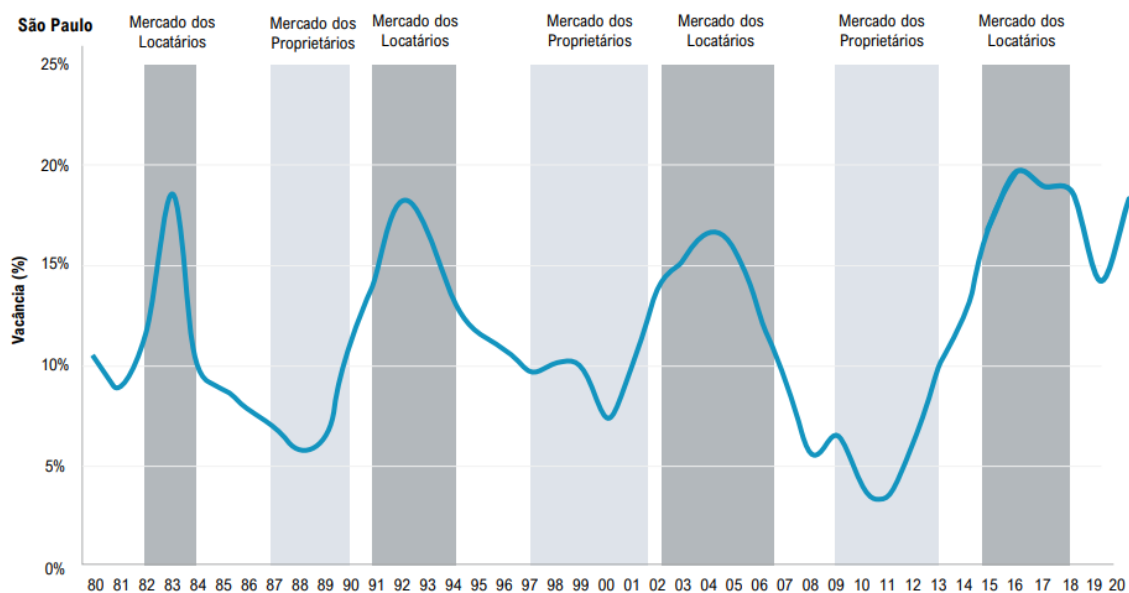
Fonte: Syn RI

Mercado de Properties na cidade de São Paulo

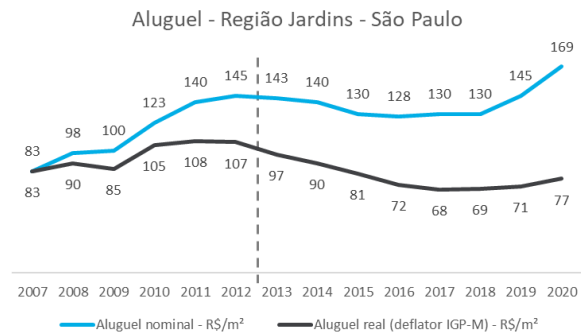
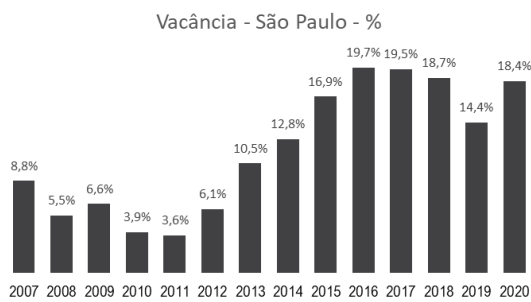
O mercado de locação de escritórios segue uma lógica regida por duas variáveis básicas: atividade econômica e lançamento de novos empreendimentos. A interação entre tais variáveis define a demanda e oferta da indústria, afetando as taxas de vacância das propriedades e, conseqüentemente, os preços dos aluguéis. Em momentos de atividade econômica aquecida, a demanda por locação cresce e dada a incapacidade de novos edifícios serem construídos em um curto período, o mercado torna-se favorável para os proprietários, que conseguem diminuir a vacância e cobrar aluguéis mais altos.

A restrição da oferta, entretanto, não se mantém indefinidamente. Com o mercado favorável, incorporadores imobiliários iniciam a construção de novos empreendimentos, aproveitando as altas taxas de retorno sobre o capital investido implicadas pela demanda em alta. Entre quatro e cinco anos, novos edifícios começam a entrar no mercado e a oferta torna-se cada vez menos restrita. Nesse momento, o poder de mercado passa para os locatários, que possuem mais opções de propriedades disponíveis. Com o mercado mais competitivo e com uma oferta excedente, a vacância naturalmente sobe e, conseqüentemente, os aluguéis começam a cair. É neste momento que novos lançamentos param de ser atrativos e o mercado recomeça gradualmente um novo ciclo.

Podemos ver esse comportamento no mercado na cidade de São Paulo desde a década de 1980:



Fonte: CBRE (elaboração para BR Properties)

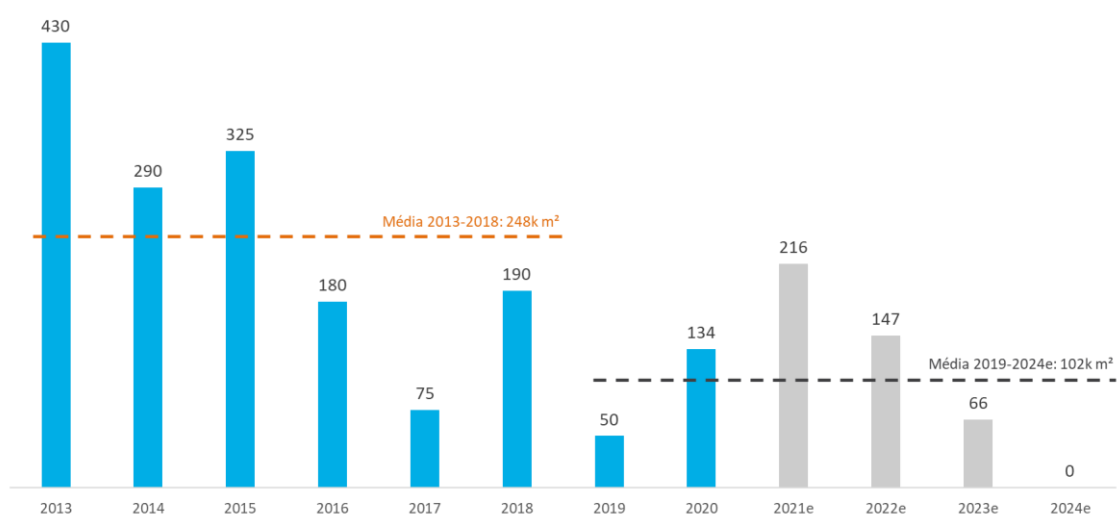


Fonte: CBRE

Como podemos ver no gráfico acima, há mais de 5 anos o mercado de escritórios em São Paulo se encontra em um momento difícil. O ciclo muito favorável de 2009 a 2013 estimulou o lançamento excessivo de novos projetos, que começaram a ser entregues apenas a partir de 2014. No entanto, o mercado imobiliário já havia se deteriorado no período, influenciado pela grande retração associada à crise econômica nacional nos anos de 2015 e 2016. Dessa forma, houve uma grande oferta de área locável ao mesmo tempo em que a demanda cresceu pouco, gerando altas taxas de vacância e deprimindo os preços dos aluguéis em termos reais.

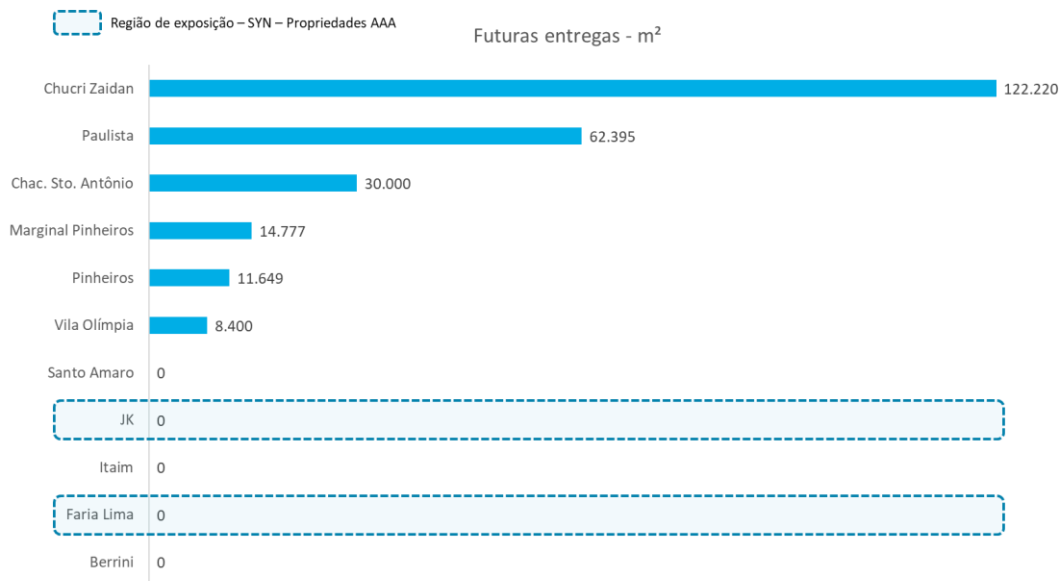
Mesmo com tal cenário conturbado, identificamos um ponto de inflexão no mercado. As rodadas de novas entregas finalmente estão se normalizando e devemos esperar uma entrada de área bruta locável (ABL) muito menor do que o registrado no passado recente:

ABL entregue de novos escritórios AA+ em São Paulo ('000 m²)



Fonte: JLL

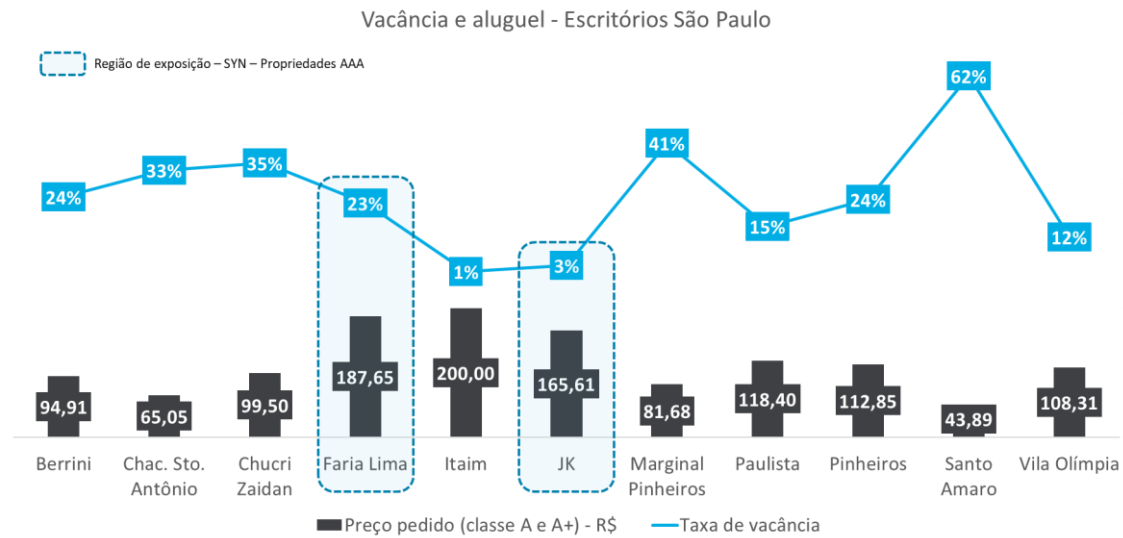
Destaca-se também a atividade nula de incorporação imobiliária em algumas das regiões mais nobres da cidade de São Paulo como JK, Itaim Bibi e Faria Lima. O principal fator que explica essa situação está fundamentada tanto na baixa oferta de novos terrenos para lançamento de empreendimentos quanto no alto custo de construção.



Fonte: Cushman & Wakefield - Escritórios SP Market Beat 3T21

O custo de construção de um novo edifício AAA nas regiões da JK e Faria Lima deve estar próximo de R\$ 30.000-35.000/m², uma vez que, além dos custos com material (aço, alumínio, concreto etc.) – que sofreram inflação relevante nos últimos tempos – os incorporadores também precisam adquirir CEPACs (Certificados de Potencial Adicional de Construção) – documentos necessários para construção de áreas adicionais ao que é limitado pelo potencial construtivo do terreno, de acordo com o plano diretor da prefeitura de São Paulo. Estes são adquiridos em alguns leilões periódicos organizados pela prefeitura da cidade. O mais recente, referente à região da Faria Lima, foi vendido a R\$17.601 por CEPAC. Ao adicionarmos a margem do incorporador que deve se situar em torno de 20% a 25% para propriedades dessa natureza, estimamos um valor de R\$ 40.000-45.000/m² para que novos lançamentos se tornem atrativos.

Para as propriedades serem avaliadas a esse preço, seria necessário um aluguel mais próximo de R\$250,00/m² para remunerar o capital do investidor que estaria disposto a adquirir lajes corporativas (implicando num *cap rate* entre 6% e 7%) – valor que ainda está muito longe do atual como podemos ver no gráfico abaixo:



Fonte: Cushman & Wakefield - Escritórios SP Market Beat 3T21

INCORPORAÇÃO

Leilão de CEPACs da Operação Urbana Faria Lima

16/09/2021

Intenção de Prefeitura é realizar as vendas eletrônica dia 16/10, às 12h30

Foi publicado hoje, 16 de setembro, no Diário Oficial da Cidade de São Paulo, **Edital do 2º leilão da 5ª Distribuição Pública de CEPAC**, no âmbito da Operação Urbana Consorciada Faria Lima.

De acordo com Fato Relevante da Prefeitura, representada pela **SP Urbanismo**, há a intenção de realizar o 2º Leilão Eletrônico de CEPACs (Certificados de Potencial Adicional de Construção) da Operação Urbana Faria Lima em **14 de outubro, às 12h30**, no mercado de balcão organizado da B3 – Brasil.

Serão ofertados 12.154 títulos ao preço unitário de R\$

17.601,00



Faria Lima, em São Paulo

Fonte: Secovi-SP

A adição de novos espaços em áreas mais demandadas deve continuar controlada, favorecendo os proprietários de imóveis nessas regiões. Neste contexto, um aumento real no preço dos aluguéis torna-se factível, podendo iniciar um ciclo favorável e expandir a rentabilidade há muito tempo comprimida.

Reposicionamento estratégico da Syn

Mesmo com as perspectivas de melhora relevante no cenário setorial no médio prazo apontadas acima, a tese de investimentos em Syn também esteve muito ancorada no reposicionamento estratégico da empresa e na confiança de que a administração da companhia realizaria boas decisões de alocação de capital.

Parte do planejamento estratégico da gestão da Syn está fundamentado em transformar a natureza básica da companhia. O grande objetivo de longo prazo dos executivos e acionistas controladores é tornar a Syn em uma *proptech*, ou seja, em uma plataforma voltada a aplicar tecnologia no mercado imobiliário. Mais especificamente, a empresa busca alavancar as relações já estabelecidas com milhares de pessoas através de seus shoppings e escritórios para oferecer serviços e produtos complementares ao seu negócio de exploração de imóveis. De forma a simbolizar tal mudança estratégica, a companhia até mesmo efetuou a mudança do seu nome em junho, abandonando o nome Cyrela Commercial Properties e tornando-se Syn Prop & Tech.

Entre as apostas mais promissoras da companhia na frente de tecnologia podemos citar a ON Stores, *marketplace* exclusivo para lojistas de shopping. A Syn foi pioneira nesse nicho, apresentando o produto em 2017, antes dos seus concorrentes, como Iguatemi (Iguatemi 365) e Multiplan (Multi), realizarem o lançamento de soluções semelhantes.

Toda essa movimentação em termos de estratégia gerou como consequência um foco crescente em tornar a companhia um veículo cada vez menos intensivo em capital. Consequentemente, o novo posicionamento da Syn indicava grandes possibilidades de reestruturação do portfólio de ativos de *real estate* para preparar a companhia para o futuro. Conjuntamente com fatores estratégicos, também interpretamos que os executivos compartilhavam da visão de que os ativos da companhia estavam sendo mal precificados pelo mercado e estavam dispostos a buscar maneiras de fechar a discrepância entre o valor justo dos empreendimentos e seu valor implícito em bolsa.

Já durante o primeiro semestre de 2021, a Syn realizou alguns movimentos importantes que sinalizaram o novo momento e direcionamento corporativo:

- (i) Anúncio da *joint-venture* com a SPX em uma *asset* voltada para o segmento imobiliário;
- (ii) Venda do shopping Estação BH para o FII XPMall por R\$ 150 milhões.

Vimos essas iniciativas com muito bons olhos como acionistas minoritários da empresa, especialmente a venda do Shopping Estação BH, movimento que confirmava a busca ativa da gestão por oportunidades de geração de valor ao acionista. Na seção seguinte, detalharemos nossa visão sobre o *valuation* implícito no preço das ações e o valor relevante que poderia ser obtido com a agenda de desinvestimentos perseguida pela companhia.

Valuation

Dada a natureza do portfólio de lajes da Syn, que contava com 7 dos melhores edifícios da Faria Lima e JK, estimávamos que o mercado subavaliava os ativos da companhia. Mesmo considerando os

aluguéis vigentes, ainda bem abaixo do potencial por conta do momento do ciclo imobiliário, entendíamos que as lajes AAA da Syn deveriam ser negociadas com um *cap rate* próximo de 7,0%.

Em abril de 2021, momento em que começamos a montar nossa posição na companhia, estimávamos que o mercado precificava esses ativos com um deságio próximo de 35% em relação ao valor justo, implicando em um *valuation* de aproximadamente R\$ 21.000/m². Esse valor representa um desconto maior do que 30% em relação ao custo de reposição dessas propriedades, e implica em um *cap rate* acima de 9,0%. Ao mesmo tempo, diversas transações no mercado privado e público, ocorridas entre 2019 e 2021, indicavam que ativos similares estavam sendo negociados próximos ao valor justo estimado por nós.

Entre essas transações podemos citar: i) a venda do edifício JK Bloco B pela BR Properties por mais de R\$ 30.000/m²; ii) a venda de 18 andares do Pátio Malzoni para as gestoras Blue Macaw e Catuaí Asset por aproximadamente R\$ 38.000/m²; iii) compra de 40% do Faria Lima Plaza pelo FII XP Properties por quase R\$ 30.000/m²; e iv) a proposta de compra de 50% do FL 4440 pela BR Properties por R\$28.000/m². Todas essas transações implicavam em *cap rates* estimados entre 5,0% e 7,0%, chamando atenção para a discrepância na precificação da Syn e demonstrando que o mercado privado e de FIIs possuía uma visão macro alinhada com a ideia de que o ciclo de locação estava próximo a um momento de inflexão e que, com o passar do tempo, as taxas de aluguel deveriam se expandir acima da inflação.

Além disso, olhando por outro prisma, mesmo se considerássemos que o mercado precificava as lajes AAA perto do que seria o valor justo (algo em torno de R\$ 1,95 bilhão nas nossas estimativas), através de uma análise do portfólio restante da Syn chegávamos na conclusão de que, nesse caso, os shoppings da companhia é que estariam subavaliados. Os 7 shoppings da companhia valeriam aproximadamente R\$ 700 milhões, indicando um *valuation* próximo de R\$5.000/m², menos da metade do que seria o custo de reposição para ativos desse porte. Para se ter uma noção do tamanho do desconto, somente a participação da Syn no Shopping Cidade São Paulo valeria aproximadamente R\$ 720 milhões considerando a última venda de participação no imóvel para o fundo XP Malls em 2018 (R\$ 62,4 milhões por 8% do shopping). Dessa forma, identificamos uma oportunidade de investir recursos em ótimos ativos por um preço que propiciasse larga margem de segurança.

Resultados

A decisão de investimento se mostrou acertada, uma vez que, durante o segundo semestre de 2021, os gestores da companhia mantiveram o foco na criação de valor para os acionistas adotada desde 2020, quando a Syn realizou uma expressiva recompra de ações. Em outubro, a empresa anunciou uma transação histórica, realizando a venda de 5 edifícios por mais de R\$ 1,8 bilhão (aproximadamente R\$ 40.000/m² e um *cap rate* perto de 5%) para a Brookfield e Rio Bravo, valor que superava a capitalização de mercado da companhia à época do anúncio e sacramentava parte da tese que construímos sobre a empresa.

Mais do que isso, as vendas foram realizadas durante um duro período de aperto monetário que prejudicou o setor imobiliário e por um valor que superava em 15% até mesmo nossas estimativas de valor justo para as propriedades. No final de novembro a transação foi concluída e, em dezembro, a companhia já havia recebido todos os valores devidos.

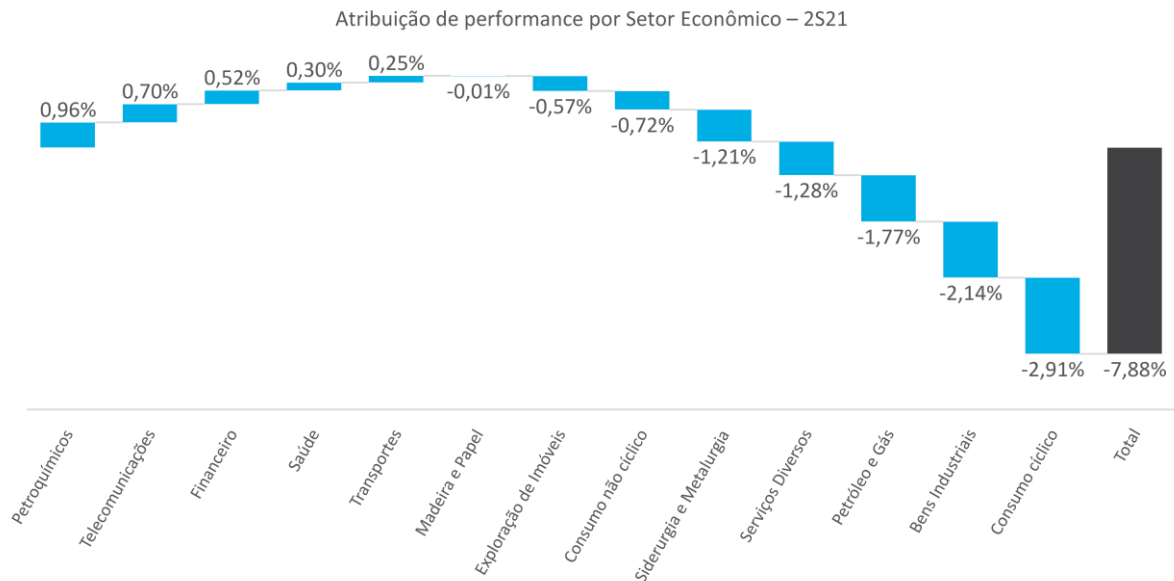
Com a entrada expressiva de caixa, a companhia passou a apresentar um balanço muito confortável, abrindo espaço para uma distribuição extraordinária de dividendos. Superando as expectativas do mercado, a gestão anunciou um dividendo de R\$ 8,19 por ação, totalizando R\$ 1,25 bilhão e implicando em um *dividend yield* próximo de 60%. A ação respondeu muito bem, subindo 17,4% nos 3 dias posteriores ao anúncio, totalizando um retorno de 52% entre a data de anúncio da transação e a data-com dividendos.

Com essa valorização, a discrepância entre o valor justo e o preço da ação tornou-se substancialmente menor. Embora ainda acreditássemos que os ativos remanescentes da Syn estivessem mal precificados, também entendíamos que a margem de segurança do investimento havia diminuído. O portfólio da companhia ficou extremamente dependente do Shopping Cidade São Paulo e do Grand Plaza Shopping, ativos de qualidade, mas que enfrentam dificuldades para se recuperar no pós-pandemia. Especificamente o Shopping Cidade São Paulo, principal ativo dentro do conjunto de shoppings da Syn, ainda se encontra distante de alcançar os indicadores de aluguel e vendas por m² registrados em 2019, especialmente por conta da dependência do fluxo de pessoas na Avenida Paulista, que ainda não retornou completamente.

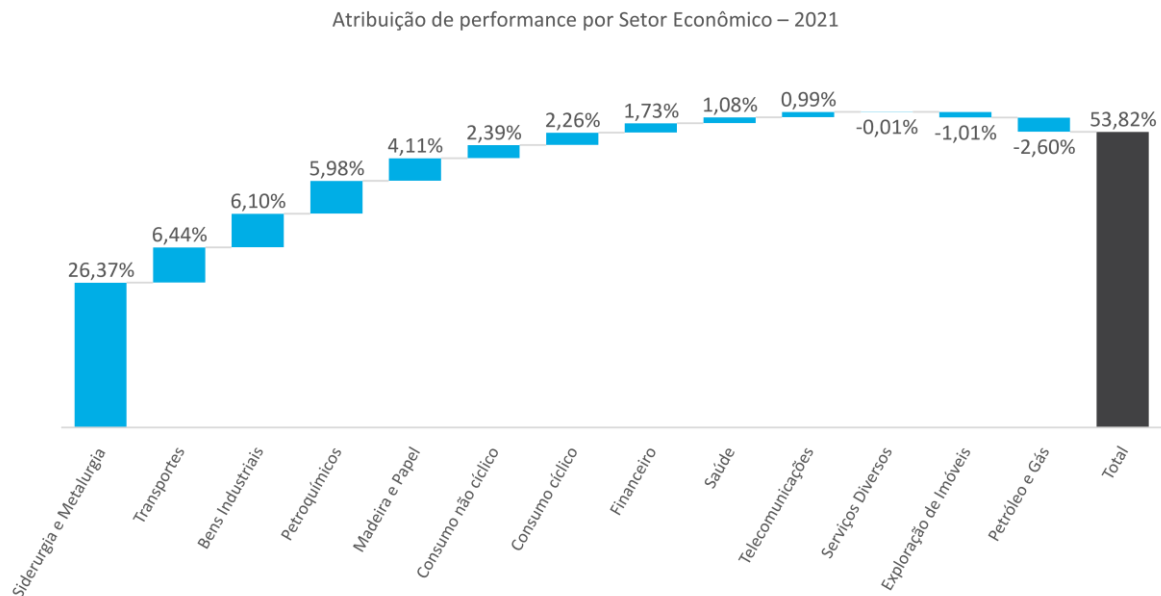
Tendo em conta os fatores acima citados e observando outras oportunidades de investimento mais atraentes, decidimos desinvestir da empresa. Para fins ilustrativos, nosso preço médio foi de R\$ 12,06 frente a um preço de tela de R\$ 16,84 em 17 de dezembro, data em que zeramos a posição, implicando em uma valorização de 39,6% em menos de um ano. Com esses resultados, o investimento na companhia foi um dos principais responsáveis por ajudar a estabilizar o resultado do Organon FIC FIA mesmo em um cenário macroeconômico desafiador, como o registrado a partir de julho.

Desempenho Semestral

Neste segundo semestre de 2021 obtivemos um retorno de -7,9%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de -17,3%, índice Bovespa Small Cap de -25,3% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 9.0%. No gráfico abaixo demonstramos a distribuição de performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Esse desempenho foi calculado líquido das taxas de administração e performance, que foram distribuídas proporcionalmente aos ativos.



No acumulado do ano de 2021, obtivemos um retorno de 53,8%. O índice Bovespa teve uma variação de -11,9%, o índice Bovespa Small Cap de -16,2% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 15,8%.



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, os dois contribuidores no período e suas respectivas contribuições foram: (i) Syn (+1,9% no semestre e +3,1% no ano) e (ii) lochpe-Maxion (+0,4% no semestre e +2,7% no ano).

Embora o preço da ação da lochpe-Maxion tenha se valorizado 2,2% no segundo semestre, nosso preço de compra inicial foi de R\$ 12,16 em comparação com um preço final de saída de R\$ 18,57, implicando em uma apreciação de aproximadamente 52,7%. Similarmente, nosso preço de compra da

Syn foi aproximadamente R\$ 12,06 em comparação com um preço final de saída de R\$ 16,84, implicando em uma apreciação de 39,6%, valor acima da alta de 17,8% na segunda metade do ano.



Ao final do segundo semestre de 2021, nosso portfólio contava com posições em 15 empresas conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores, que na presente data ultrapassam a marca de 500 cotistas. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 20 de janeiro de 2022