

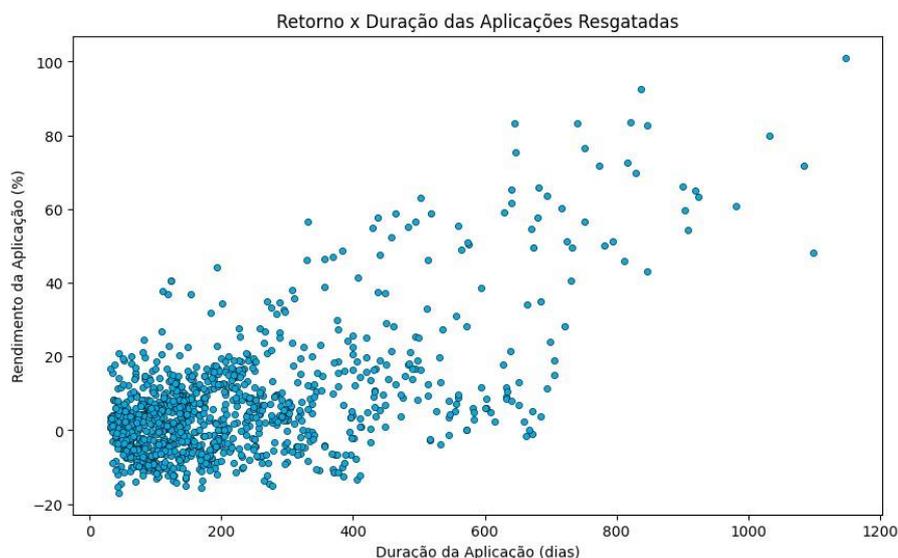
Iniciamos mais uma carta semestral agradecendo a confiança de nossos investidores e trazendo um breve estudo, no qual foram analisados dados de aplicações e resgates de nossa base de cotistas. O estudo teve o intuito de destacar a importância de uma visão de longo prazo na alocação dos investimentos, especialmente em nossa classe de ativos, caracterizada pela volatilidade de curto prazo. Em seguida, abordaremos o nosso investimento em M. Dias Branco, e, por fim, destacaremos a nossa atribuição de performance para o semestre.

Estudo de Caso – Resgates

O mercado costuma extrapolar as tendências de curto prazo, causando ondas de otimismo e pessimismo, muitas vezes exageradas. Este pêndulo de emoções contribui para um comportamento coletivo, em que ondas de otimismo são acompanhadas de grandes volumes de captações, enquanto momentos de pessimismo são acompanhados de grandes volumes de resgates.

Tal mudança de humor faz com que muitos de nossos investidores permaneçam em nossa base por períodos relativamente curtos, e, dessa forma, se expõem mais ao risco de mercado do que às nossas teses microeconômicas, onde pretendemos gerar valor e que levam tempo para maturar. Lembramos que não temos a pretensão de antecipar movimentos de mercados para os próximos dias, semanas, semestres ou até anos. Concentramos nossos esforços em antecipar mudanças no patamar de rentabilidade de empresas investidas que ainda não estejam precificadas em suas cotações.

Visando mostrar como um horizonte de curto prazo pode afetar os retornos de investimento, foram coletados dados de aplicações e resgates de nossos cotistas desde a criação da gestora, em setembro de 2020, até o final de junho de 2024, período em que o Organon FIC FIA obteve um retorno de 207,7%. Apesar do capital investido ter sido multiplicado em 3,0x, chama a atenção o fato de que 36,5% dos resgates realizados foram acompanhados de retornos negativos aos investidores. No gráfico de dispersão abaixo temos no eixo X o tempo de permanência do investimento (em dias corridos) e no eixo Y o retorno obtido no tempo de permanência (em %). A série de dados inclui apenas resgates totais de cotistas.

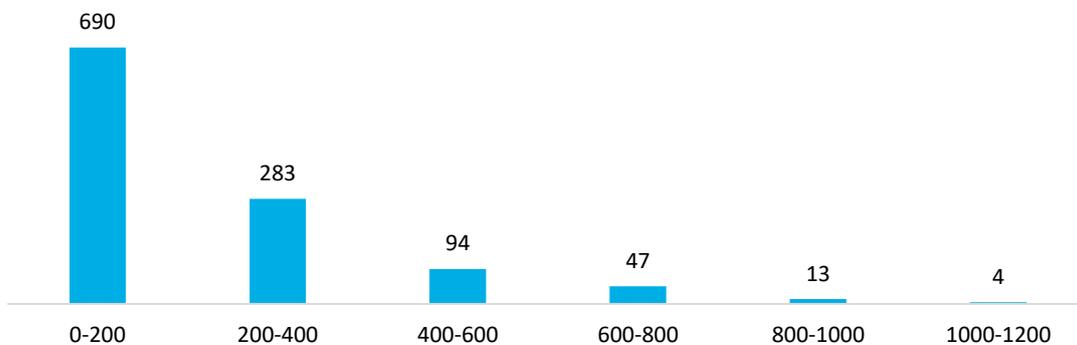


Fonte: Organon Capital

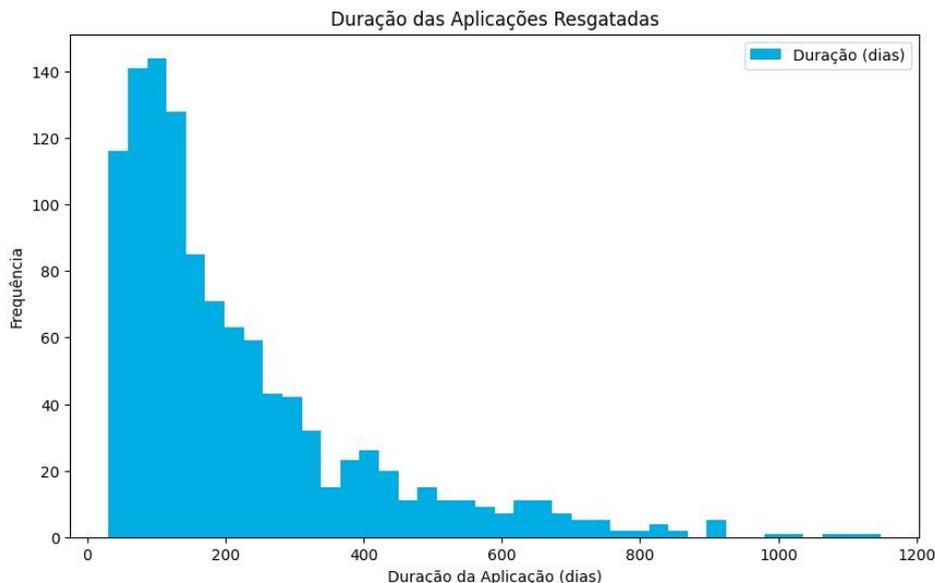
Pode-se perceber que grande parte dos investidores que obtiveram retornos negativos possuíam um tempo de permanência em nosso fundo relativamente curto – ilustrados pelo quadrante inferior à esquerda no gráfico de dispersão. Em contraste, aqueles investidores que permaneceram investidos por janelas mais longas, registraram perdas menos frequentes.

Adicionalmente, 61,0% dos investidores que realizaram resgates totais permaneceram investidos por um período menor do que 200 dias corridos. Nesse subgrupo, 46,1% dos investidores obtiveram uma perda de capital. De forma a ilustrar ainda mais a relação entre tempo de permanência e frequência de perdas realizadas, agrupamos os dados por intervalo de permanência no investimento.

Frequência de resgates por intervalo de permanência, em dias corridos



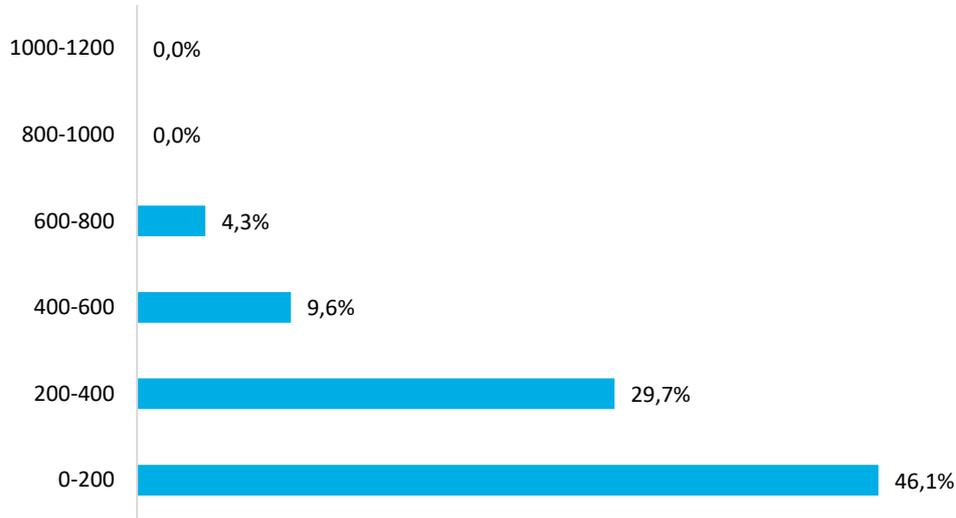
Fonte: Organon Capital



Fonte: Organon Capital

Analisando a frequência de perdas para os resgates em cada intervalo de permanência, também pode-se perceber que retornos negativos foram cada vez mais frequentes para os intervalos mais curtos de investimento.

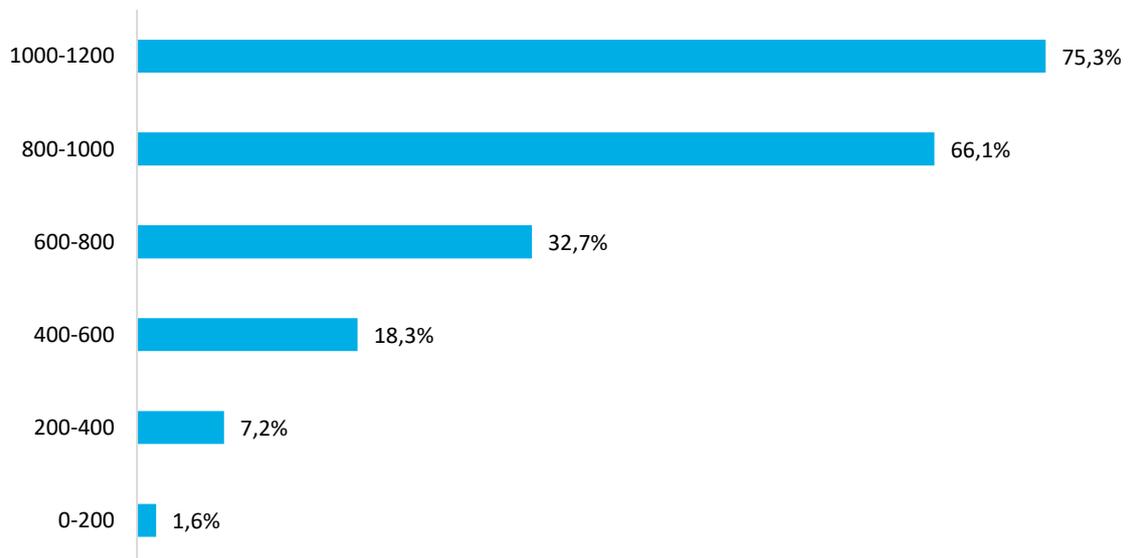
% de resgates com retorno negativo por cada intervalo de permanência (em dias corridos)



Fonte: Organon Capital

Em contrapartida, os períodos de maior permanência foram os que obtiveram maiores retornos¹, em média².

Retorno médio por tempo de permanência (em %)



Fonte: Organon Capital

Apesar de o tempo ser apenas um de muitos fatores que compõem o retorno em um investimento - de modo que um maior tempo de permanência não garante maiores retornos -

¹ A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura

² Retornos calculados com base na cota média de aplicação de cada cotista

é uma variável de suma importância para que possamos gerar valor para nossos cotistas. Mesmo que nossas teses sejam amparadas por catalisadores para acelerar o processo de investimento, pode-se levar tempo para que haja uma convergência entre a nossa visão e a do restante do mercado, tornando a paciência um importante atributo na atividade de investimento.

Case de Investimento – M. Dias Branco

Nesta carta semestral, abordaremos nosso investimento em M. Dias Branco. Iniciamos o investimento em maio de 2021, momento em que a companhia enfrentava um cenário desafiador atrelado à inflação de insumos e à competição acirrada com concorrentes regionais. Refletindo o ambiente desafiador, os resultados financeiros da empresa haviam se deteriorado consideravelmente, afetando negativamente a performance das ações em bolsa.

Nesse contexto conturbado, enxergávamos uma oportunidade de investimento alinhada com nossa visão de que retornos robustos podem ser obtidos através da compra de participações em empresas de qualidade que, por algum motivo conjuntural, estejam sendo negociadas abaixo de seu valor intrínseco. Entendíamos que o momento negativo enfrentado pela M. Dias Branco era passageiro e que existiam gatilhos claros para a inflexão nos resultados. Tanto a implementação dos reajustes de preços perseguidos pelo time de gestão quanto a eventual normalização na oferta global de trigo deveriam levar a uma recuperação gradual na rentabilidade, fazendo com que a companhia voltasse a entregar um retorno sobre o capital adequado.

Ao longo dos últimos três anos, a companhia executou seu plano de reequilíbrio, implementando fortes reajustes nos preços dos produtos e reduzindo consideravelmente os custos e despesas fixos. Adicionalmente, o cenário de oferta e demanda global de trigo, após passar por alguns momentos de estresse ao longo do tempo, finalmente se normalizou, levando o preço da principal matéria-prima da M. Dias Branco para patamares mais alinhados com o histórico da *commodity*.

Com a melhora tanto nos fundamentos microeconômicos da empresa quanto do ambiente setorial, as ações da M. Dias Branco reagiram fortemente no período, registrando uma apreciação de +69,7%³ (vs. +7,5% do IBOV) e contribuindo com +4,2% para o retorno do Organon FIC FIA⁴. Aproveitando a apreciação das ações, o fundo realizou o desinvestimento total da empresa em março/24.

Ao longo das próximas seções abordaremos os seguintes tópicos: (i) histórico corporativo e linhas de atuação; (ii) desafios enfrentados desde 2018; (iii) tese de investimentos; (iv) impactos da Guerra na Ucrânia; (v) recuperação de rentabilidade e (vi) visão de futuro e desinvestimento.

³ Período considerado: 03/05/2021-05/03/2024

⁴ Performance do fundo no período: +114,7%

Histórico e linhas e atuação

Fundada em meados da década de 1930 por Manuel Dias Branco, a M. Dias Branco nasceu como uma pequena padaria na cidade de Cedro no Ceará. A partir do modesto empreendimento de panificação, a família Dias Branco, inicialmente pela figura do fundador e, posteriormente, pela figura de seu filho Francisco Ivens, construiu uma das maiores indústrias de alimentos do Brasil.

O movimento de expansão corporativa começou na década de 1950, quando a companhia, influenciada pela visão de Francisco Ivens, começou a focar na produção em larga escala dos biscoitos e massas já comercializados no varejo. Através de um trabalho de distribuição focado no pequeno e médio varejista, a companhia ampliou gradualmente sua carteira de clientes ao longo das décadas seguintes, estabelecendo um bom posicionamento no mercado cearense de derivados de trigo através das marcas Fortaleza e Richester.

Em 1990, com o fim do monopólio estatal na importação e comercialização de trigo, o mercado nacional começou a se tornar cada vez mais dinâmico. Com a possibilidade de importação de trigo por parte do setor privado, as grandes indústrias nacionais de alimentos ganharam competitividade perante concorrentes menores, uma vez que possuíam condições econômico-financeiras mais robustas e uma escala de produção mais ampla, viabilizando a importação da *commodity* sob condições mais atrativas. Adicionalmente, o fim da intervenção governamental no setor de moagem também permitiu que novos *players* entrassem no setor, o que não era permitido desde 1967.

Aproveitando o ambiente regulatório mais favorável, a M. Dias Branco iniciou uma nova fase de investimentos, focando na verticalização da produção de seus principais insumos, farinha de trigo e gordura vegetal, e na obtenção da liderança do mercado de derivados de trigo no Nordeste. Durante as décadas de 1990 e 2000, a companhia realizou investimentos em uma fábrica de gorduras, margarinas e cremes vegetais no Ceará e em moinhos de trigo em diversos estados da região Nordeste.

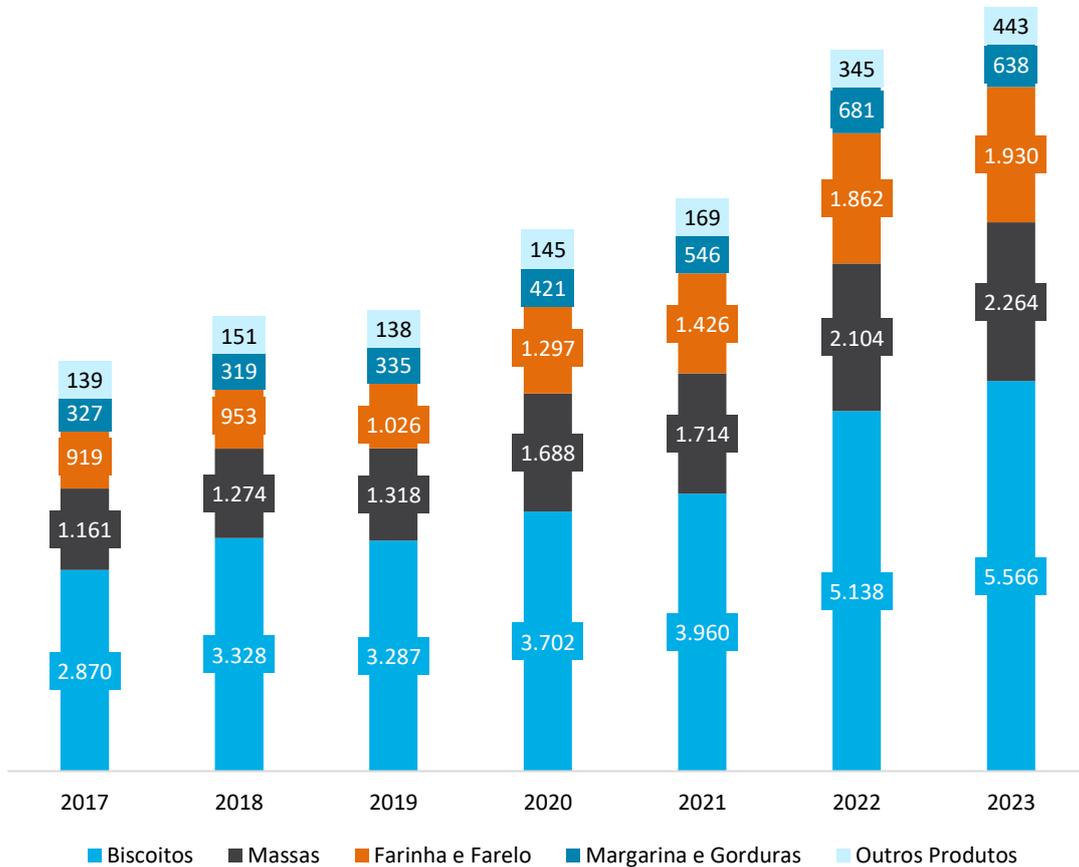
Contando com uma presença cada vez mais forte em toda a cadeia industrial do trigo, a companhia mudou definitivamente de patamar através da aquisição da marca Adria em 2003. A aquisição da empresa, líder nas regiões Sul e Sudeste, abriu espaço para que a M. Dias diversificasse geograficamente seus negócios e, ao mesmo tempo, conquistasse a liderança nacional nos segmentos de massas e biscoitos. Esse negócio seria apenas o primeiro de muitos que se sucederiam ao longo dos anos seguintes, especialmente após o IPO da empresa em 2006, como é possível observar na tabela abaixo:

Empresa	Região	Ano	Produto	Marcas	Valor de Compra - R\$m
Adria	SP/RS	2003	Massas Biscoitos	Adria, Basilar, Isabela e Zabet	--
Indústria de Alimentos Bomgosto	PE	2008	Massas Biscoitos	Vitarella e Treloso	596 (+earn-out)
NPAP Alimentos	PE	2011	Massas Biscoitos	Pilar	70
Pelágio Oliveira	CE	2011	Massas Biscoitos	Estrela, Pelággio e Salsito	240
Moinho Santa Lúcia	CE	2012	Farinha e Farelo Massas Biscoitos	Predilieto e Bonsabor	90
Indústria de Produtos Alimentícios Piraquê	RJ	2018	Massas Biscoitos	Piraquê e Aldente	1.449
Latinex Importação e Exportação de Alimentos	PR	2021	Healthy Foods Snacks Molhos/Temperos	FIT FOOD, Frontera, Smart e Taste&Co	180 (+earn-out)
Nutrition & Sante do Brasil	PR	2022	Healthy Foods Snacks	Jasmine	332
Darcel e Cacama	URUGUAI	2022	Farinha e Farelo Massas	Las Acacias	105

Fonte: M. Dias Branco

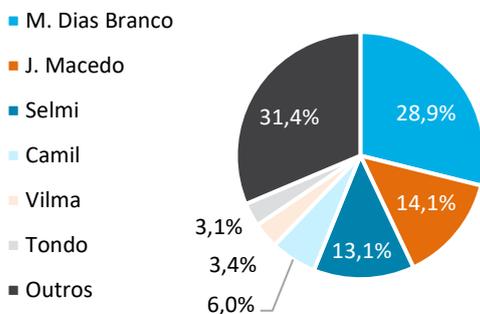
Atualmente, a companhia mantém a liderança isolada do mercado de derivados de trigo, apresentando uma participação de mercado de aproximadamente 32% em biscoitos e 29% em massas e faturando anualmente mais de R\$ 7,8 bilhões nessas duas categorias (R\$ 5,6 bilhões em biscoitos e R\$ 2,2 bilhões em massas). Além disso, a companhia conta com complexos industriais espalhados por nove estados no Brasil (contando com 7 moinhos de trigo) e uma planta de massas no Uruguai.

Receita Líquida por Categoria - R\$ milhões

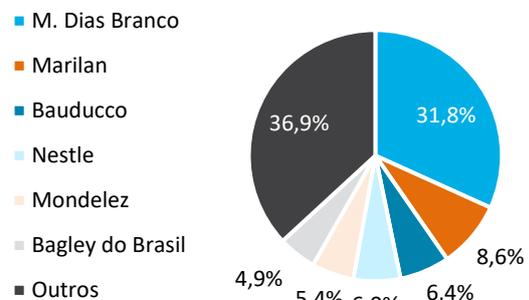


Fonte: M. Dias Branco

Market Share Volume - Massas - Brasil (2023)



Market Share Volume - Biscoitos - Brasil (2023)



Fonte: M. Dias Branco

2018-2022: Período de desafios e mudanças

Como descrito na seção anterior, a companhia surfou um ambiente de negócios favorável por muitos anos, aproveitando o momento para consolidar sua posição de liderança no mercado através de investimentos em capacidade produtiva e aquisições de concorrentes. A execução dessa estratégia trouxe resultados financeiros expressivos, refletidos em um EBITDA que se multiplicou em aproximadamente 3,5 vezes entre 2006 e 2017 (taxa média de crescimento de 12% a.a. no período).

Entretanto, nos últimos anos da década de 2010, a companhia passou a enfrentar desafios relevantes associados a três grandes fatores: (i) disparada no preço do trigo; (ii) dificuldades no reajuste de preços e (iii) mudanças nos canais de vendas. Abaixo discutiremos como esses três fatores impactaram negativamente a companhia.

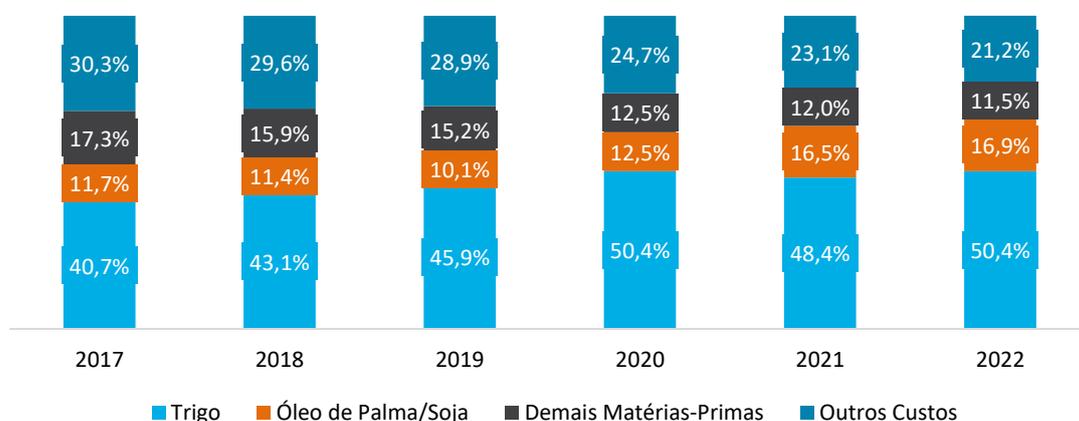
Preço do trigo

O trigo é uma das principais *commodities* agrícolas, estando presente na dieta de diversos povos ao redor do globo. Anualmente, são consumidas quase 800 milhões de toneladas do grão, sendo a China (153m de ton), a Índia (112m de ton) e a União Europeia (112m de ton) os maiores consumidores do produto.

Sendo um cereal mais adaptado aos climas temperados e secos, o trigo é uma das poucas *commodities* agrícolas importadas em alta volumetria pelo Brasil. O país consome em torno de 12 milhões de toneladas do produto, importando algo em torno de 6 milhões de toneladas anualmente para equilibrar o mercado interno.

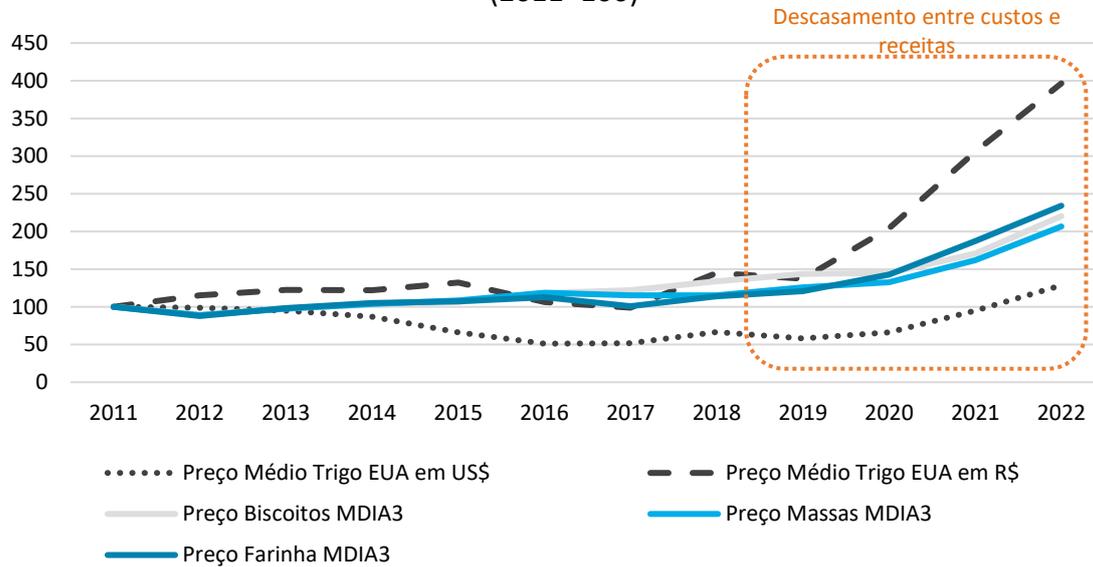
Massas alimentícias, biscoitos e farinhas são produtos derivados de trigo, o que faz com que a *commodity* influencie diretamente a estrutura de custos da M. Dias Branco. Em linhas gerais, o trigo representa mais de 45% dos custos de produção da companhia. Adicionalmente, como o trigo no Brasil segue a dinâmica dos preços de referência internacional, a maior parte dos custos da companhia também acabam sendo dolarizados. Esse conjunto de fatores gera uma possibilidade não desprezível de descasamento entre a receita e custos. Essa tendência de descasamento pode ser observada nas imagens abaixo:

Detalhamento do custo de produção - % do custo total



Fonte: M. Dias Branco

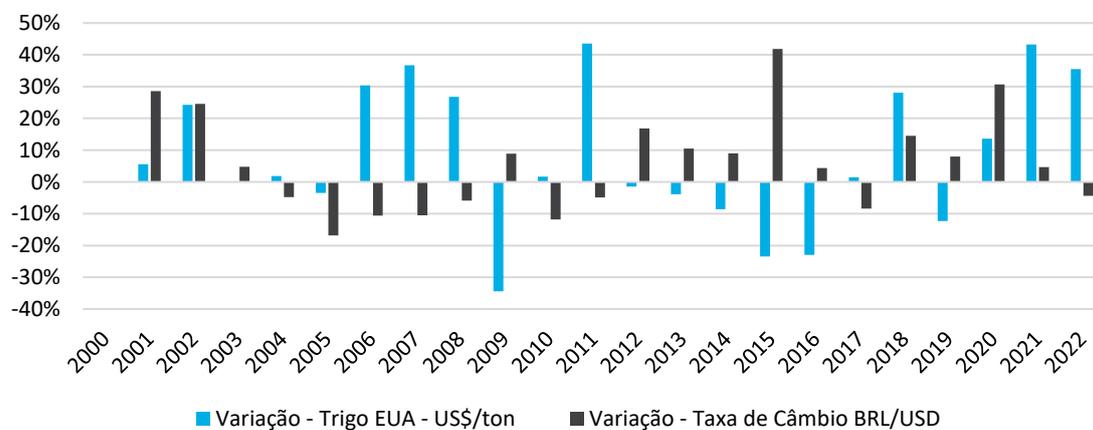
Preços dos Insumos vs. Preços dos Derivados - Número-Índice (2011=100)



Fonte: FMI e M. Dias Branco

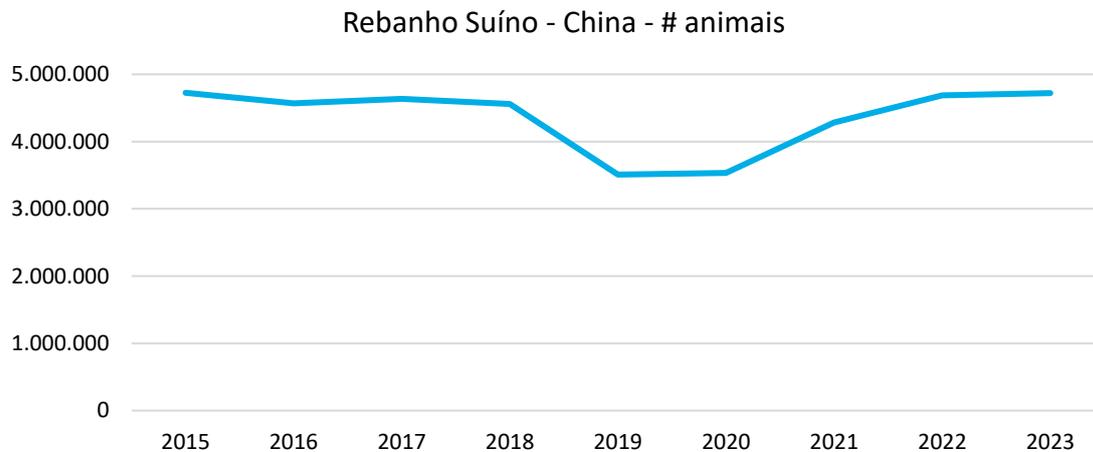
É possível observar que, até 2017, os preços médios das três grandes categorias de produtos da M. Dias Branco apresentavam uma tendência de crescimento que superava o avanço do preço do trigo em R\$ (referência do custo da companhia), indicando uma dinâmica saudável para as margens de lucro da empresa. Esse ambiente favorável começou a mostrar mudanças mais significativas a partir de 2018, ano em que o preço das *commodities* agrícolas e a taxa de câmbio começaram a apresentar um comportamento até então atípico: uma valorização significativa nos preços dos grãos (cotados em US\$) em conjunto com uma forte depreciação do real. Entre 2000 e 2017, apenas em dois anos da série histórica havia acontecido um movimento similar, justamente no biênio 2001-2002, momento em que o Brasil passou por uma instabilidade econômica atrelada com as eleições presidenciais.

Varição Anual - Trigo EUA (em US\$) e Taxa de Câmbio Média (BRL/USD)



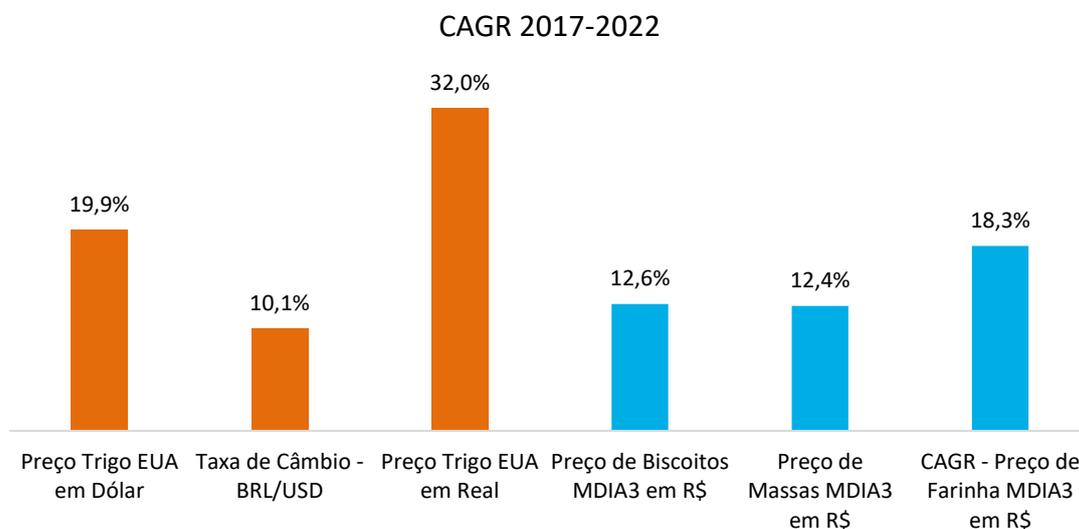
Fonte: FMI e Ipeadata

Após 2018, a pandemia da COVID-19 também trouxe uma série de anos em que tanto a *commodity* quanto o dólar registraram forte apreciação. O movimento do trigo é explicado pelo fato de a relação global de oferta e demanda ter ficado desequilibrada no período tanto por conta de um aumento considerável no consumo do grão para produção de ração, utilizada para alimentar o crescente rebanho suíno chinês que havia sido dizimado por surtos de febre suína africana em 2019, quanto por problemas climáticos em alguns dos principais países exportadores (ex.: Canadá). Já a apreciação do dólar esteve relacionada em parte com o aumento da percepção de risco dos investidores estrangeiros, culminando no movimento de *flight-to-safety* observado durante a crise sanitária.



Fonte: USDA

Para a M. Dias Branco, esse movimento combinado da *commodity* e do câmbio gerou uma necessidade de repasses muito relevantes aos clientes para manter a rentabilidade estável. Possuindo marcas fortes e um posicionamento de mercado resiliente, a M. Dias Branco realizou repasses significativos (acima da inflação alimentar), mas que compensaram apenas parte do aumento do preço do trigo em reais.



Fonte: M. Dias Branco, FMI e Ipeadata

Reajuste de preços e canais de vendas

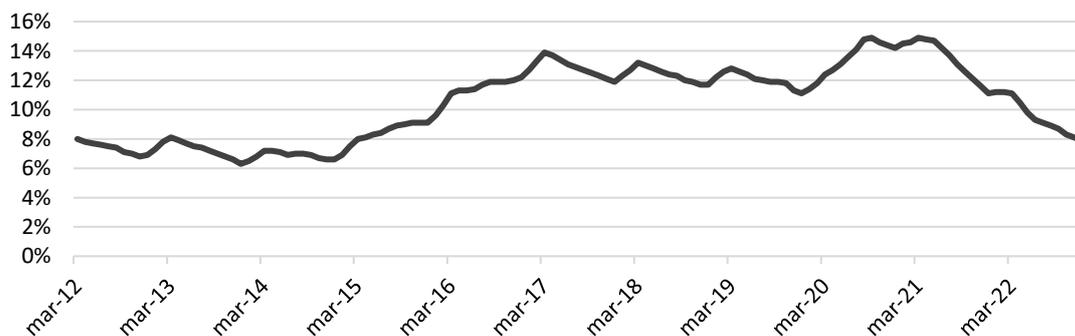
O repasse apenas parcial da inflação do trigo para o varejo alimentar é explicado por um ambiente econômico bastante complexo no período. Considerada uma empresa de qualidade cujas principais fortalezas competitivas estavam calcadas em um portfólio de marcas fortes e um posicionamento de mercado abrangente, a M. Dias Branco teoricamente deveria ser capaz de manter seu patamar de rentabilidade em um cenário usual de mercado. Mesmo com um aumento no custo de produção, os investidores precificavam que a companhia repassaria o impacto da inflação de insumos diretamente aos clientes, zerando o efeito sobre a rentabilidade. Essa suposição era suportada pelo caráter não cíclico do setor de alimentos e por uma demanda que não deveria ser elástica.

Entretanto, mudanças relevantes estruturais e conjunturais estavam em curso, afetando drasticamente o ambiente de negócios em que a M. Dias Branco operava. Em primeiro lugar, o panorama macroeconômico brasileiro era bastante sensível, com a renda real das famílias estagnada há muitos anos e uma taxa de desemprego em patamares historicamente altos.

Em segundo lugar, o perfil do varejo alimentar, setor em que os clientes da companhia estão inseridos, mostrava uma tendência de crescimento do atacarejo, formato de margens brutas mais apertadas e foco no aumento do faturamento das lojas para possibilitar uma maior diluição de custos fixos. Sendo um formato de varejo pautado por uma política de preços mais baixos em comparação com supermercados e hipermercados, os operadores do atacarejo, já bastante representativos no faturamento da M. Dias Branco e de outras empresas de alimentos, começaram a utilizar seu poder de barganha para pressionar seus fornecedores e obter condições comerciais mais favoráveis, implicando em uma mudança mais estrutural no patamar de rentabilidade da indústria de alimentos nacional.

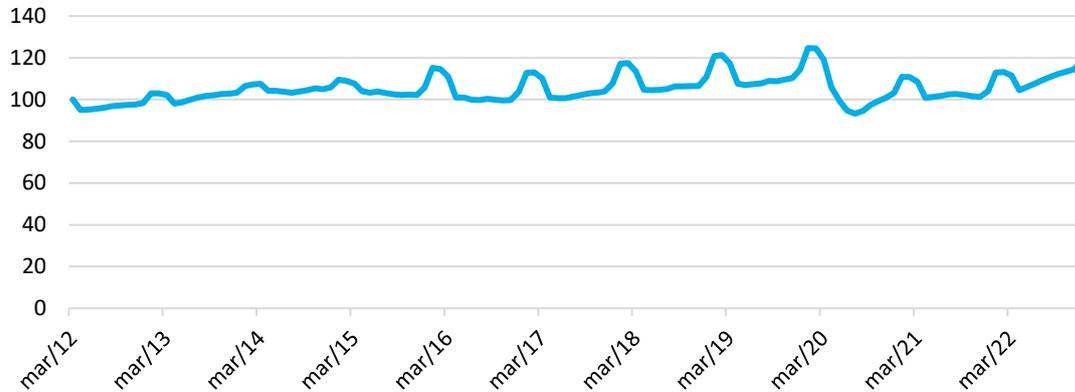
Por fim, a inflação acumulada do trigo foi muito acima da registrada pelo indicador de inflação de alimentos (IPCA – Alimentação no Domicílio) entre 2017 e 2022: +300,9% do trigo vs. +63,2% do IPCA. A magnitude da discrepância entre os dois indicadores evidencia a dificuldade de implementar reajustes de preços capazes de manter a margem da companhia estável, uma vez que outros produtos alimentares básicos, inclusive produtos substitutos dos derivados de trigo, haviam registrado aumentos muito mais contidos. Uma estratégia de repasse de preços muito agressiva por parte da indústria do trigo acabaria levando potencialmente a uma dinâmica de destruição da demanda.

Taxa de desocupação (2012-2022) - %



Fonte: IBGE

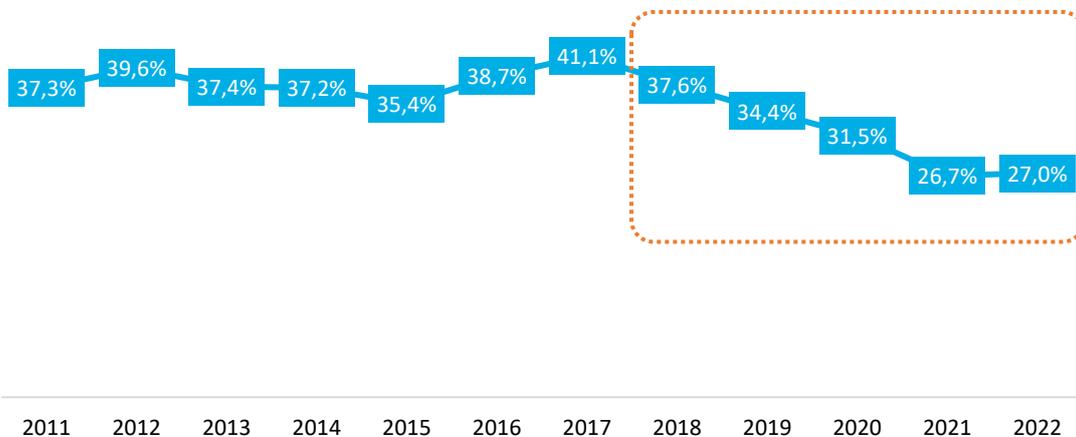
Massa de rendimento mensal (trimestre móvel) efetivamente recebido em todos os trabalhos - Número-Índice (jan/2012 = 100)



Fonte: IBGE

Nesse contexto desfavorável, a companhia acabou precisando absorver parte importante do aumento da matéria-prima, visando evitar uma perda significativa de receita e participação de mercado, movimento que levou a uma deterioração substancial da margem bruta.

Margem Bruta - M. Dias Branco - 2011-2022



Fonte: M. Dias Branco

Tese de Investimento

Como comentado na introdução, foi nesse contexto desafiador, ainda em 2021, que começamos a avaliar um potencial investimento na M. Dias Branco. Sabíamos que a situação a ser enfrentada pela companhia era bastante diferente dos desafios que haviam sido encontrados desde o IPO em 2006.

Antes de detalhar melhor o racional que guiou o investimento, é importante comentar um pouco sobre como a visão do mercado sobre a companhia mudou ao longo do tempo. Por muitos anos, a M. Dias Branco foi vista como um exemplo de empresa com uma estratégia racional de alocação de capital e como uma empresa resiliente, dado que seu principal negócio possuía uma

demanda levemente crescente e a rentabilidade sempre se manteve saudável mesmo em ambientes econômicos negativos. A mudança de dinâmica vista tanto no nível macroeconômico quanto no nível setorial descrita na seção anterior acabou modificando duramente a avaliação do mercado sobre a companhia. De uma empresa de qualidade, o mercado passou a avaliar a M. Dias como uma empresa cíclica, exposta significativamente aos solavancos nas cotações do trigo e do dólar, o que contribuiu para a queda continuada nas ações a partir do pico alcançado em 2018.

Contribuindo para a nova percepção negativa do mercado, a compra da Piraquê por quase R\$ 1,5 bilhões (aproximadamente 16,0x EV/EBITDA⁵) também colocou em dúvida o status da companhia como boa alocadora de capital. Parte dos investidores ficaram incomodados com o preço pago e com a velocidade da integração e da captura de sinergias operacionais e comerciais.

Levando em consideração essa avaliação que o consenso possuía sobre a companhia, enxergávamos que existia um forte pessimismo implícito nas projeções para o futuro da M. Dias Branco. O preço da ação indicava que o mercado precificava margens bastante comprimidas em comparação com o histórico, extrapolando a situação adversa da época para os próximos anos. Analisando a fundo os fundamentos microeconômicos e setoriais, entendíamos que existiam basicamente três fatores que poderiam levar a uma inflexão substancial nos resultados da empresa no médio prazo, fornecendo os pilares da tese de investimentos:

1. Implementação contínua de reajustes nos preços;
2. Execução de iniciativas para racionalização da estrutura de custos;
3. Eventual normalização do mercado global de trigo;

Na frente de reajustes de preços, a companhia, observando a deterioração da rentabilidade e a insustentabilidade da situação vigente, começava a adotar uma postura mais ativa em termos de precificação, focando em repassar ao máximo a inflação de insumos para a ponta final. Esse movimento representava uma mudança estratégica relevante e, como tal, também apresentava riscos. Ao liderar o aumento dos preços nas categorias de atuação, a companhia abria espaço para que concorrentes regionais se posicionassem com um preço um pouco mais baixo e ganhassem volumetria, especialmente nas categorias de menor valor agregado em que o fator preço é preponderante no processo de compra dos clientes.

Os reajustes mais agressivos nos preços também poderiam gerar uma reação negativa por parte dos atacarejos, que por vezes se mostram relutantes em aceitar os repasses, interrompendo as compras por breves períodos e privilegiando marcas de concorrentes. Mesmo com os riscos envolvidos, a estratégia se mostrava a mais racional dado o momento, uma vez que preservar volumetria e faturamento sem a rentabilidade adequada só levaria a um retorno sobre o capital empregado muito abaixo do sustentável. Como a grande líder dos mercados de massas e biscoitos e dona de marcas muito fortes, a M. Dias possuía as condições para liderar os reajustes e normalizar a dinâmica do mercado no médio e longo prazo. Ao executar essa estratégia de precificação, as margens deveriam mostrar uma melhora sensível e gradual mesmo que os

⁵ EV = *Enterprise Value* (valor da firma) = Capitalização de Mercado + Dívida Líquida

EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization* (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

preços dos insumos se mantivessem em patamares altos, variável que estava fora do controle da empresa.

Considerando as dificuldades inerentes à estratégia de ajuste nas margens apenas pelo aumento de preços, a M. Dias também começou a desenhar e implementar uma série de iniciativas voltadas a otimizar processos, racionalizar a estrutura de custos e despesas e melhorar a estrutura tributária. Possuindo um histórico marcado por M&As e uma performance financeira muito saudável, é natural que existissem oportunidades significativas de cortes de custos que não haviam sido capturadas no passado pela companhia. Com o cenário desafiador vivido à época, a M. Dias voltou sua atenção para essas oportunidades não exploradas, culminando no projeto Multiplique, série de iniciativas que buscaram gerar benefícios anualizados da ordem de R\$ 400 milhões, e em um redesenho organizacional voltado a trazer economias anuais próximas de R\$ 80 milhões. Como o reajuste de preços, esse foco mais atento sobre a estrutura de custos também deveria gerar uma melhora estrutural da rentabilidade.

Já na frente de alocação de capital, entendíamos que os controladores sempre prezaram pela manutenção de uma postura muito conservadora em termos de endividamento, operando sempre com indicadores de alavancagem bastante controlados. Dada a situação operacional da companhia e a compressão do EBITDA, o apetite por M&As transformacionais, que pudessem trazer riscos para a execução da estratégia de reestruturação e recuperação de rentabilidade, parecia bastante reduzido, outro ponto que reforçava o foco total do time de gestão no reequilíbrio da companhia.

Dessa forma, enxergávamos que a combinação entre a estratégia de precificação racional e o foco na otimização operacional representavam pilares microeconômicos sólidos da tese de investimentos na empresa, fatores que justificavam, em nossa opinião, uma visão mais positiva sobre o futuro da M. Dias.

Adicionalmente, mesmo que a tese de investimentos não dependesse disso, uma eventual normalização da situação de oferta e demanda no mercado global de trigo também seria um gatilho para uma inflexão relevante nos resultados operacionais da companhia. Embora projetar quando e se os preços do trigo iriam arrefecer seja algo que extrapole o nosso círculo de competência, era possível vislumbrar uma eventual mudança de tendência no mercado dado o caráter cíclico do agronegócio. Como discutimos na carta do primeiro semestre de 2023⁶, o agronegócio apresenta características típicas de uma indústria cíclica. Os preços mais altos de uma *commodity* costumam elevar a rentabilidade do agricultor, o que, no médio prazo, atrai concorrência, estimulando o aumento da área plantada globalmente. O aumento da área plantada tende a levar a um aumento da oferta do produto e a uma redução nos preços (considerando uma demanda estável). Entretanto, fatores exógenos, como o clima, afetam substancialmente a produção efetiva em determinado ano, tornando a previsão sobre a relação de oferta e demanda de um determinado produto uma atividade de baixa acurácia. De qualquer forma, no longo prazo, preços muito altos não costumam se sustentar, mostrando uma tendência de reversão à média. Caso esse processo de queda nos preços do trigo se verificasse na realidade, o processo de normalização nas margens da M. Dias poderia ser bastante acelerado.

⁶ <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/51/51.pdf>

Guerra da Ucrânia: volatilidade e ajustes

A partir dos fatores elencados na seção anterior, entendíamos que existia uma oportunidade de investimento na M. Dias Branco. Enxergávamos uma margem de segurança adequada para a tese dado o pessimismo nas projeções implícitas no preço das ações e possuíamos uma visão positiva sobre a capacidade da empresa para realizar os ajustes microeconômicos que levariam a uma gradual recuperação das margens, atingindo níveis saudáveis e bem mais parecidos com o histórico pré-2018. Dessa forma, iniciamos nosso investimento em maio/21.

Ao longo daquele ano, a companhia seguiu executando o que havíamos vislumbrado para a tese de investimentos, reajustando continuamente os preços dos produtos e buscando reduzir as despesas administrativas e com vendas. Como esperado, o caminho para execução da estratégia de reequilíbrio da rentabilidade se mostrou tortuoso com grandes clientes segurando compras em protesto aos aumentos de preços e concorrentes tomando participação de mercado da companhia. Mesmo com esses desafios, a M. Dias se manteve firme na implementação de seu planejamento estratégico.

Considerando o ambiente ainda muito difícil no ano, 2021 deveria ser um período de transição, momento em que o terreno seria preparado para viabilizar uma inflexão nos resultados operacionais a partir de 2022. Entretanto, um grande evento imprevisível afetaria a trajetória esperada de recuperação financeira da M. Dias: a invasão da Ucrânia pela Rússia em fevereiro de 2022.

O início do conflito envolvendo dois dos maiores produtores e exportadores globais de trigo, representando conjuntamente 13,9% da produção e 25,6% do comércio global em 2021, levou a um grande estresse nos preços internacionais, que atingiriam patamares recordes. O grande nível de incertezas sobre a possibilidade de escoamento da safra ucraniana e os embargos comerciais que foram impostos sobre a Rússia pelas grandes potências do Ocidente geraram uma confusão generalizada na dinâmica de oferta e demanda da *commodity*, explicando a forte alta dos preços logo após o começo da guerra.

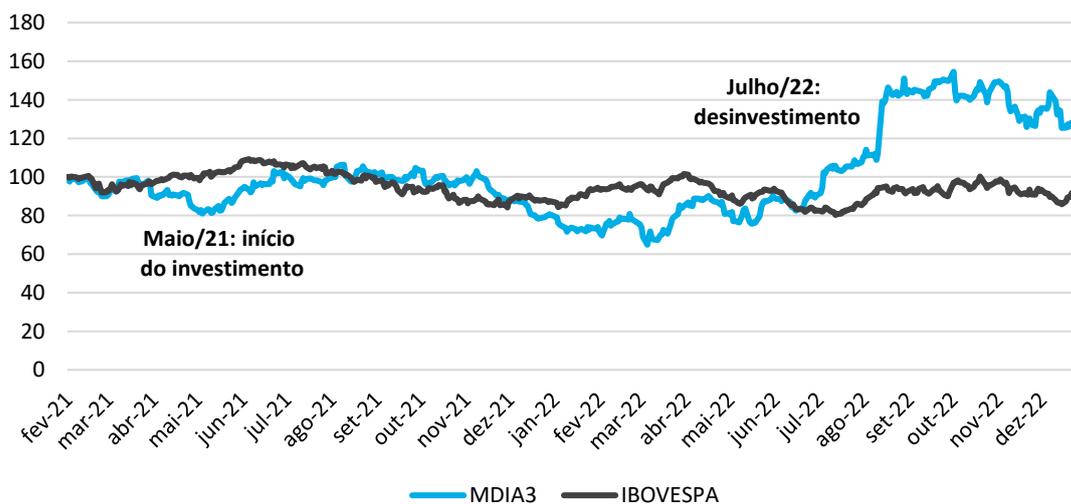
Esse aumento de preços, aplicado sobre um patamar já bastante alto das cotações, levou a complicações adicionais sobre a cadeia industrial do trigo no Brasil. Entretanto, em um primeiro momento, os principais agentes afetados foram os moinhos e as indústrias de menor porte, que usualmente possuem menor fôlego financeiro e, por isso, carregam um estoque reduzido de insumos. Contando com estoques mais curtos, essas empresas se viram rapidamente obrigadas a realizar aumentos muito significativos nos preços de venda de seus produtos ou, em alguns casos, até mesmo a interromper suas operações, uma vez que não tinham condições de arcar com o aumento no investimento em capital de giro causado pela alta da *commodity*. A M. Dias Branco, carregando usualmente um estoque de trigo capaz de suprir as operações por 3 a 4 meses, acabou ficando em uma posição relativamente mais confortável nesse período. Dessa forma, a forte e inesperada inflação de insumos, embora trouxesse pressões relevantes sobre a rentabilidade no curto prazo, desencadeou um movimento de racionalização da competição e estimulou repasses generalizados por parte dos players que estavam tomando participação de mercado da M. Dias.

Extrapolações do mercado – o primeiro desinvestimento

Nesse contexto e ainda com muitas dúvidas pairando sobre em que patamar de preços o trigo iria se estabilizar, a M. Dias continuou realizando repasses aos clientes, mas diminuiu o ritmo de compras de trigo, optando por consumir parte do seu estoque da *commodity*. Com o maior consumo dos estoques de segurança, os resultados da companhia deveriam mostrar uma melhora da rentabilidade, dinâmica influenciada pelo fato de o custo do trigo a ser reconhecido no resultado ainda estar bem abaixo do preço *spot*. As expectativas dos investidores seriam confirmadas na divulgação de resultado do 2T22, que mostraria uma margem EBITDA em forte recuperação no período (+9,5 p.p. vs. 1T22 e +7,4 p.p. vs. 2T21). Esse movimento esperado de recuperação pontual das margens acabaria animando o mercado, levando a uma forte apreciação das ações no período. O consenso parecia extrapolar a melhora causada pelo efeito estoque, passando a precificar que a companhia apresentaria, a partir daquele momento, uma trajetória linear de recuperação da rentabilidade para patamares históricos.

Analisando a situação a fundo, a extrapolação feita pelo mercado não parecia condizente com os fatos disponíveis naquele momento. A companhia precisaria eventualmente repor seus estoques e os preços do trigo continuavam elevadíssimos nos mercados internacionais dados os impactos persistentes da guerra. Essa combinação parecia claramente indicar que qualquer trajetória de recuperação relevante nos resultados dificilmente seria vista no curto prazo mesmo com a implementação de aumentos nos preços aos clientes. Considerando que existia uma assimetria relevante entre o que considerávamos factível e o cenário implícito no preço das ações, realizamos o desinvestimento total da posição em julho/2022. Nessa primeira fase do investimento na companhia, as ações registraram uma apreciação de +24,7%⁷ (vs. -18,7% do IBOV) e contribuíram com +1,0% para o retorno do Organon FIC FIA⁸.

MDIA3 e Ibovespa - Base 100



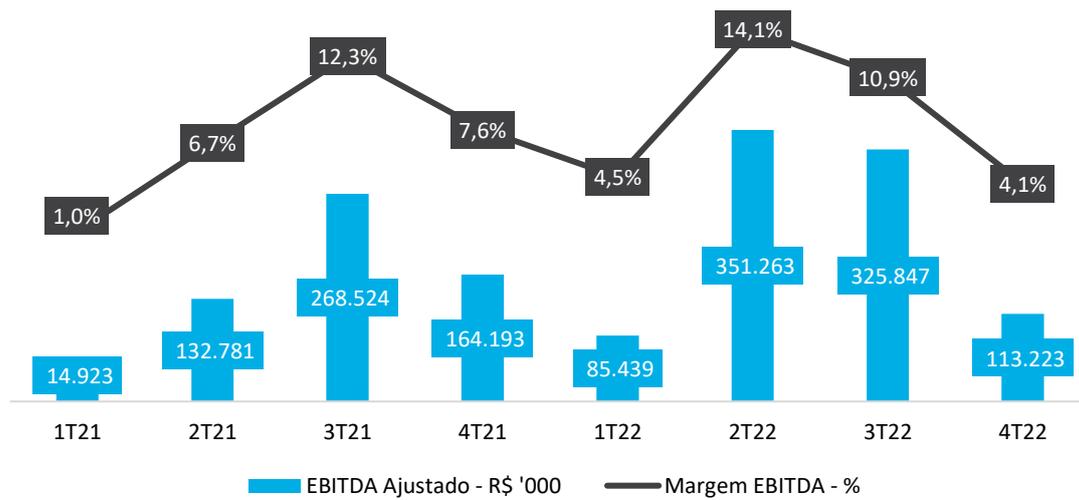
Nos meses seguintes, os resultados da companhia confirmariam nossa visão de que o cenário aparentemente precificado pelo consenso de mercado era excessivamente otimista. O resultado

⁷ Período de investimento: 03/05/2021-18/07/2022

⁸ Performance do fundo no período: +4,8%

do 3T22 já mostraria uma queda sequencial na rentabilidade, dinâmica que seria exacerbada no resultado do 4T22, que registraria uma margem EBITDA de 4,1%. A frustração das expectativas dos investidores levaria a ação da M. Dias Branco a recuar novamente para cotações parecidas com aquelas vistas em maio/2021.

EBITDA Nominal e Margem EBITDA - 2021-2022



Fonte: M. Dias Branco e Organon Capital

Uma nova oportunidade

Com o novo recuo no valor de mercado da companhia e aproveitando nosso conhecimento prévio sobre a tese de investimentos, voltamos a investigar se a dinâmica de recuperação estrutural das margens no longo prazo ainda permanecia intacta. Conversando com a companhia e estudando o ambiente competitivo, era possível entender que o contexto setorial parecia favorável para a M. Dias.

Como comentado na seção anterior, os concorrentes da companhia continuavam implementando ajustes expressivos em seus preços, mostrando-se bem menos agressivos do que em 2020 e 2021, o que favorecia uma recuperação de volumetria e participação de mercado pela M. Dias Branco. Adicionalmente, o fato de o mercado como um todo estar implementando ajustes similares nos preços facilitava as discussões com os clientes, que perdiam parte do seu poder de barganha.

Os ajustes de custos também continuavam gerando resultados positivos, refletindo-se em um patamar de despesas com ganhos substanciais em comparação com o período pré-2018. Já nas perspectivas para os preços do trigo, a relação de oferta e demanda da *commodity* mostrava uma certa normalização após a volatilidade causada pelo início da guerra na Ucrânia. A produção ucraniana de trigo estava sendo transportada tanto por vias terrestres através da Europa, assim como pelo Mar Negro, enquanto a produção russa continuava sendo negociada com aliados do país, como a China, e nações neutras no conflito.

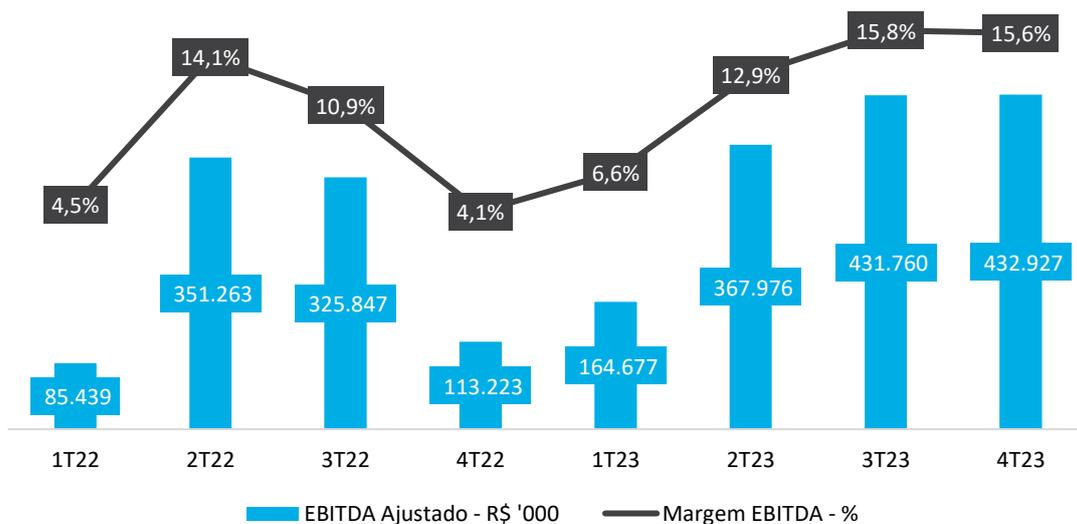
Todos esses fatores reforçavam a visão de que os pilares que sustentavam a tese inicial de investimentos na M. Dias Branco continuavam presentes. Dado que uma margem de segurança voltava a existir e a relação de risco-retorno parecia atrativa, voltamos a alocar recursos para a compra de uma participação na companhia em março/2023.

2023: Normalização e Lucratividade

A partir de um contexto microeconômico e setorial mais benéfico, a companhia começou a mostrar sinais importantes de inflexão em seus resultados ao longo de 2023. Enquanto o preço do trigo mostrava quedas sequenciais, a companhia continuava aumentando seus preços médios e expandindo sua rentabilidade. Na divulgação dos resultados referentes ao primeiro trimestre de 2023, a companhia já apontava para uma tendência de crescimento gradual de margens, movimento que seria visto também nos resultados do segundo trimestre. À medida que os custos do trigo e do óleo de palma em estoque convergiam para os patamares mais baixos registrados nos indicadores *spot*, a margem da companhia se expandia cada vez mais.

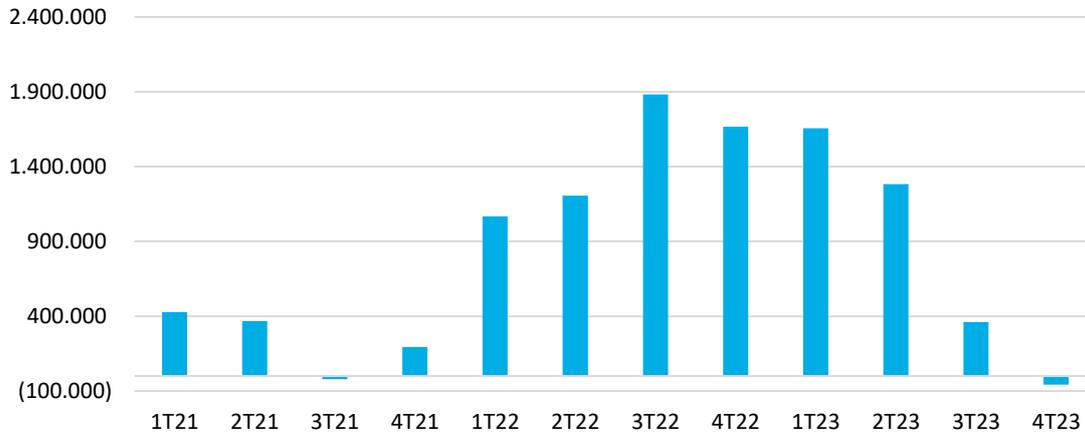
No segundo semestre do ano, mesmo em um cenário de aceleração da queda dos preços do trigo, a companhia conseguiu manter seus preços relativamente estáveis, aproveitando-se do fato de muitos competidores estarem ainda focados na recomposição de rentabilidade e fortalecimento de caixa. Essa combinação entre preços crescentes/estáveis e insumos em queda livre gerou um cenário de bonança, já que além da recuperação do resultado operacional, os preços mais baixos dos insumos permitiram uma liberação de recursos financeiros aplicados na composição de estoques. Dessa forma, a companhia terminou o segundo semestre entregando margens acima de 15%, dentro da banda histórica de rentabilidade, e uma geração de caixa acima de R\$ 1,7 bilhão, terminando o ano com um caixa líquido da ordem de R\$ 60,0 milhões.

EBITDA Nominal e Margem EBITDA - 2022-2023



Fonte: M. Dias Branco e Organon Capital

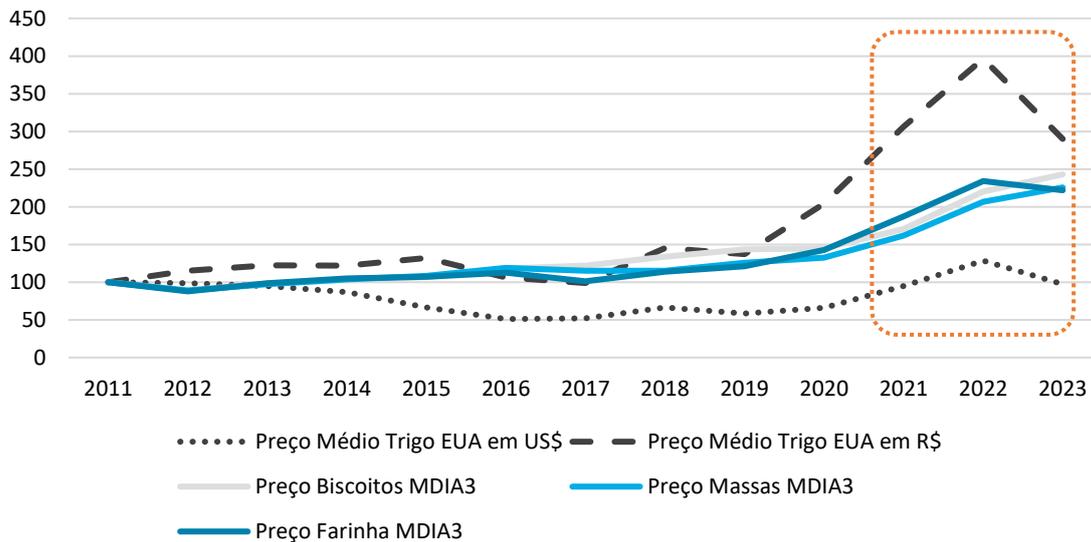
Dívida Líquida - R\$ '000



Fonte: M. Dias Branco e Organon Capital

Dessa maneira, a tese de investimentos inicial, enfim, se concretizava, com a M. Dias voltando a entregar um patamar de rentabilidade sustentável alinhado com um retorno sobre o capital capaz de remunerar o acionista de forma adequada. Com essa inflexão nos resultados, a companhia voltava a mostrar a força de suas marcas e a resiliência de suas categorias de atuação, fatores que voltaram a ser ponderados pelo mercado na *valuation* da companhia.

Preços dos Insumos vs. Preços dos Derivados - Número-Índice (2011=100)



Fonte: FMI e M. Dias Branco

Perspectivas de futuro e segundo desinvestimento

Com a melhora substancial dos resultados em 2023 e a conseqüente concretização da tese elaborada em 2021, tornava-se imperativo uma reavaliação da M. Dias Branco e uma definição de novos cenários potenciais que justificassem a permanência do investimento no portfólio do

fundo. Na condução dessa nova análise, as fortalezas da companhia, os riscos e desafios a serem enfrentados no futuro e os potenciais caminhos de crescimento foram novamente analisados de forma detalhada.

A partir dessa análise, entendíamos que as fortalezas da companhia se mantinham as mesmas: marcas fortes, balanço robusto, liderança isolada nos mercados de atuação, verticalização industrial e um foco em agregar cada vez mais valor ao portfólio de produtos. A companhia apresentava características nessa frente que justificavam uma visão positiva sobre a capacidade de entregar bons retornos sobre o capital no longo prazo.

Na frente de riscos e desafios, enxergávamos que o ambiente competitivo, que se mostrou menos agressivo desde 2022, começava a dar sinais de maior acirramento. Mesmo no mercado de biscoitos, cujos preços tendem historicamente a se manter estáveis em um cenário de queda nos custos, era possível observar sinais pontuais de quedas nos preços ao consumidor final, especialmente nos produtos de menor valor agregado. Essa pressão sobre os preços era justificada pela melhora na rentabilidade de todo o setor de derivados de trigo.

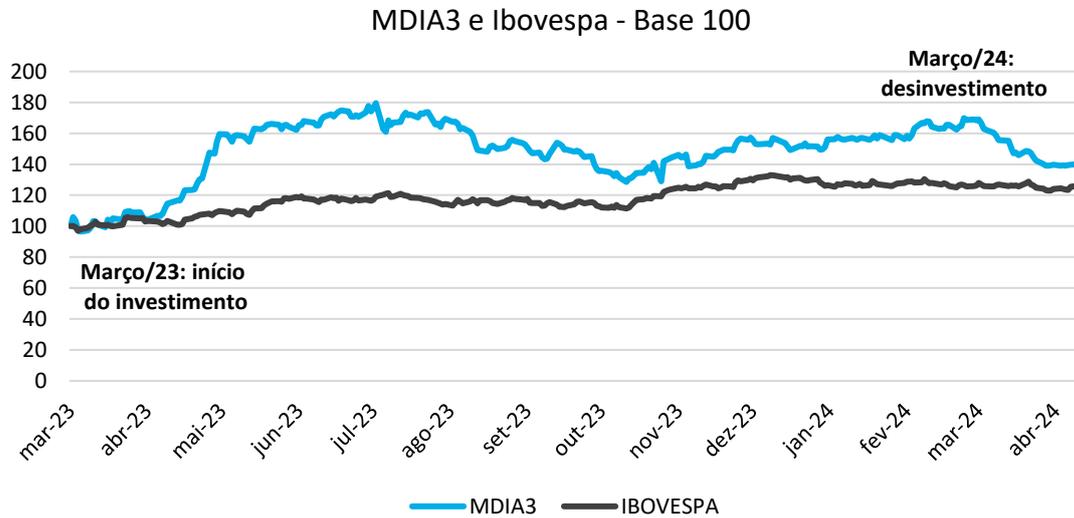
Com a volta a um patamar saudável de margens, os concorrentes da M. Dias Branco voltavam a mostrar fôlego financeiro para buscar crescimento de participação de mercado através de estratégias mais agressivas de precificação. Esse retorno da competição mais acirrada no setor também aumentava o poder de barganha do varejo, que conseguia voltar a pressionar as indústrias por preços e condições de pagamento mais favoráveis.

Já na frente de oportunidades de crescimento, era possível constatar a existência de oportunidades tanto orgânicas quanto inorgânicas. Na frente de crescimento orgânico, existiam oportunidades significativas de expansão nas regiões Sul e Sudeste, mas que poderiam demandar investimentos mais arrojados em marketing e cuja captura poderia se mostrar mais gradual e incerta. Na frente de crescimento inorgânico, a companhia, a partir de resultados financeiros recordes e uma situação de caixa líquido, voltava a ter poder de fogo para explorar aquisições de grandes concorrentes nas suas duas principais categorias: massas e biscoitos.

Essas oportunidades, se relacionadas a ativos de qualidade e executadas a preços razoáveis, poderiam gerar muito valor ao acionista, como o próprio histórico da M. Dias Branco é capaz de demonstrar. Entretanto, qualquer aquisição de grande porte envolve riscos relevantes em termos tanto de integração quanto de captura de eventuais sinergias. Adicionalmente, fatores que fogem ao controle da companhia podem tornar uma aquisição que à primeira vista parece muito boa em uma aquisição de baixo retorno. Considerando o risco inerente de qualquer movimento inorgânico relevante, torna-se difícil atribuir valor *a priori* a essa via de crescimento.

Considerando em conjunto todos os fatores listados acima, era possível enxergar que ainda existiam oportunidades relevantes capazes de destravar valor aos acionistas da M. Dias Branco. No entanto, riscos e desafios não desprezíveis começavam também a pairar sobre a companhia. Dessa forma, a relação risco-retorno do investimento, embora positiva, parecia menos atrativa em comparação com outras oportunidades de investimento existentes no mercado. Nesse contexto, optamos pelo desinvestimento total da participação na empresa em maio/2024, visando alocar os recursos tanto em oportunidades já presentes no portfólio quanto em novas

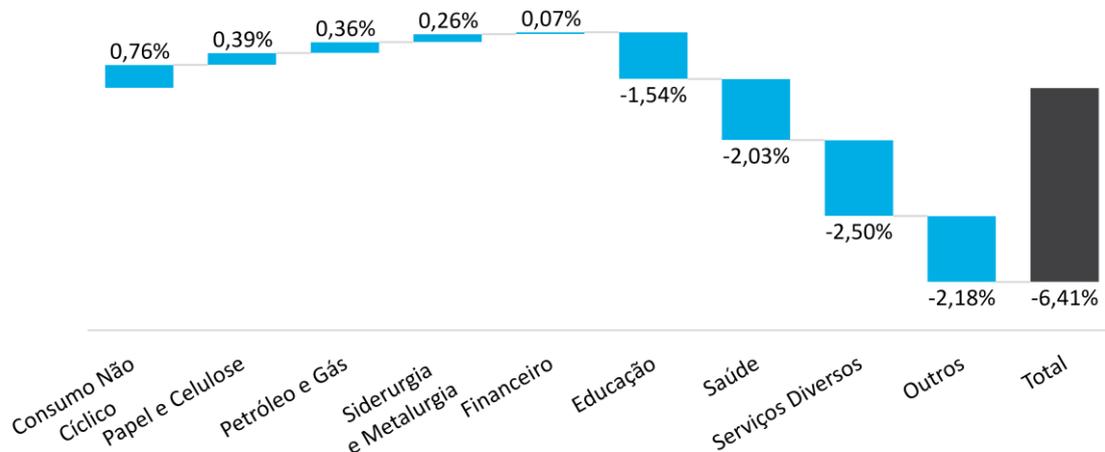
teses. Nessa segunda fase do investimento na companhia, as ações registraram uma apreciação de +65,3%⁹ (vs. +26,6% do IBOV) e contribuíram com +2,6% para o retorno do Organon FIC FIA¹⁰.



Desempenho Semestral

Neste primeiro semestre de 2024 obtivemos um retorno de -6,4%¹¹. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de -7,7%, índice Bovespa Small Cap de -14,9% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 5,2%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna “Outros” do gráfico.

Atribuição de performance por setor econômico - 1S 2024



⁹ Período de investimento: 28/03/2023-05/03/2024

¹⁰ Performance do fundo no período: +74,1%

¹¹ Retorno referente ao Organon FIC FIA

Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, além de M. Dias Branco, podemos listar os seguintes nomes:

Empresa	Ticker	Período de investimento	Contribuição para o fundo no período - %
Porto	PSSA3	Julho/22 – Abril/24	4,6%

Porto foi um investimento que completou seu ciclo no portfólio durante o primeiro semestre do ano. Iniciamos o investimento na companhia em julho/2022, momento em que a companhia enfrentava altas taxas de sinistralidade no negócio de seguros de automóveis. Conforme comentamos em nossa carta do primeiro semestre de 2023¹², enxergávamos que o mercado extrapolava esse momento negativo vivido pela companhia para o futuro, implicando em uma grande discrepância entre o valor intrínseco da empresa e seu preço negociado em bolsa. Entendíamos que a rentabilidade da companhia estava sendo negativamente afetada por fatores cíclicos, como a forte inflação no preço de carros usados associada com a dinâmica imposta pela pandemia ao setor automotivo, mas que, no médio prazo, seriam superados, seja através do aumento do prêmio cobrado dos clientes (movimento que já estava sendo implementado pela Porto e outras seguradoras) como por um eventual movimento de reversão à média no preço de carros usados.

Ao longo dos últimos dois anos, a tese de investimento em Porto se concretizou conforme o esperado. A companhia voltou a mostrar taxas de sinistralidade saudáveis em seus principais segmentos, refletindo os já citados aumentos nos prêmios cobrados e uma normalização no mercado de automóveis, o que acabou culminando em uma expansão considerável no lucro líquido e no retorno sobre o patrimônio líquido no período. Acompanhando essa melhora operacional significativa, as ações da companhia se valorizaram mais de 95,0% desde o nosso investimento inicial. Com essa apreciação relevante no valor de mercado da companhia, acabamos nos deparando com uma situação similar à que descrevemos na seção anterior com a M. Dias Branco, a margem de segurança do investimento naturalmente diminuiu e a relação risco-retorno se tornou menos atrativa em comparação com outras oportunidades de investimento. Nesse contexto, realizamos o desinvestimento total da posição em abril/24.

Ao final do primeiro semestre de 2024, nosso portfólio contava com posições em 17 empresas e as 10 maiores posições representavam 76% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

O primeiro semestre de 2024 foi marcado por uma piora sensível no mercado de ações doméstico, influenciado tanto pela dinâmica local quanto pelo ambiente externo. No cenário internacional, a economia norte-americana continuou mostrando sinais significativos de aquecimento, indicando que o início de um ciclo de corte de juros não era iminente. Esse novo cenário de altas taxas de juros por mais tempo nos EUA acabou afetando também o ritmo de cortes implementado pelo COPOM no Brasil. Adicionalmente, o risco fiscal voltou mais fortemente ao radar dos investidores durante o primeiro semestre. Com uma expectativa da

¹² <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/51/51.pdf>

deterioração das contas públicas, um arcabouço fiscal complexo e tentativas de ajustes focadas basicamente no aumento da arrecadação de impostos, o mercado começou a precificar um cenário macroeconômico mais pessimista, impulsionando a abertura da curva de juros e contribuindo para o aumento do prêmio de risco exigido no mercado de ações.

Embora a situação atual seja desafiadora, períodos mais conturbados política ou economicamente costumam gerar oportunidades de investimento que não seriam vistas em momentos de calma. Acreditamos que momentos de estresse, quando não existem compradores marginais para muitas empresas listadas em bolsa, nos permitem alocar capital com uma margem de segurança muito saudável. Nesse contexto, intensificamos a prospecção de empresas dentro de nosso universo de cobertura, visando encontrar assimetrias relevantes entre o valor de mercado e o valor intrínseco dos ativos. Além disso, mantemos um acompanhamento muito próximo das empresas que compõem o portfólio do fundo, aproveitando para concentrar a alocação de recursos nas teses em que possuímos maior convicção.

Em nossa visão, a melhor maneira de enfrentar as turbulências naturais do mercado é através de um processo de alocação de capital disciplinado em conjunto com um horizonte de investimento de longo prazo. Essa combinação é o que permite investidores ultrapassarem momentos difíceis e sair mais fortalecidos deles.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 18 de julho de 2024.