

**CARTA DO GESTOR Nº 3 – RENDA VARIÁVEL – PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2023**

**Caros Investidores,**

Como ressaltado nas primeiras cartas trimestrais do **Ace Capital Absoluto FIC FIA<sup>1</sup>**, o cenário com muitas incertezas e volatilidade tem nos feito focar mais em histórias micro que tenham bons momentos operacionais, ventos a favor nos segmentos que atuam, opcionalidades positivas e riscos de *downside* controlados.

Nesta carta, procuramos apresentar aos investidores do fundo nossa visão sobre a **Embraer**, empresa investida que se enquadra bem nesses fatores ao combinar boas notícias da **retomada do setor aéreo** mundial, **preços de petróleo elevados**, demanda por **renovação de frotas**, aumento dos **investimentos mundiais em gastos militares** e o **desenvolvimento da Eve**, com uma empresa com receita dolarizada, que reestruturou suas operações e voltou a gerar caixa.

Para um entendimento completo da nossa tese, começamos contando um pouco da história da empresa, depois fazemos um overview de seu atual momento, detalhamos cada um dos seus três segmentos, dissertamos sobre a Eve e terminamos com uma conclusão sobre nossa visão da empresa.



Fonte: Embraer.

Boa leitura!

<sup>1</sup> Até 18/10/2022, o fundo Ace Capital Absoluto FIC FIA (CNPJ: 39.992.830/0001-88) era denominado Grou Absoluto 30 FIC FIA. Vide anexo para mais informações sobre o fundo.

## 1. Um Pouco de História

A Embraer era inicialmente uma empresa de capital misto criada pelo governo em 1969 para fabricação da aeronave Bandeirante, uma aeronave turboélice para transporte militar e de passageiros, projetada para atender as condições das cidades brasileiras à época. Juntamente com esse projeto, a empresa passou a desenvolver e fabricar a aeronave agrícola Ipanema (existente ainda hoje) e aeronaves militares leves, dedicadas ao treinamento e ataque. Ela foi criada junto ao Centro Tecnológico da Aeronáutica em São José dos Campos, no interior do Estado de São Paulo, o que traça um papel importante nas raízes da empresa, sempre bem posicionada para o desenvolvimento de tecnologia de ponta e ligada a uma importante fonte de mão de obra qualificada.

**Figura 1: Vista lateral do Bandeirante (EMB 110) fabricado em série**



Fonte: Embraer.

Depois de um período de grande sucesso com o Bandeirante e depois com o Brasília, a empresa chegou à década de 90 com uma forte crise causada por motivos internos e externos, tais como: falha no desenvolvimento de um novo modelo de aeronave em colaboração com a Argentina, problemas na gestão de custos, crise econômica no Brasil, impossibilidade de captação de financiamentos internacionais e a Guerra do Golfo. Todo esse cenário levou a empresa a entrar em 1993 com uma dívida alta, tomada a juros extremamente elevados, falta de caixa, pequena carteira de pedidos e pouca margem de manobra devido às restrições de uma empresa estatal. A única saída encontrada para salvar a empresa foi sua privatização, que aconteceu em 1994, mesmo com grande desaprovação dos sindicatos, parte da sociedade e do próprio governo.

A empresa já privatizada passou por uma grande reestruturação, mudando desde seu organograma interno como também sua estratégia comercial e industrial, com um posicionamento mais próximo dos

clientes. Com essa nova visão, a empresa desenvolveu um novo modelo que atendeu plenamente às demandas do mercado da época: o ERJ 145, um jato com 45 assentos dedicado a uma nova fase da aviação regional mundial. Essa aeronave marcou um ponto importante na história da empresa, pois ela voltou a mostrar sua grande habilidade no desenvolvimento de aviões com tecnologia de ponta e com eficiência na concepção do projeto. Nesse avião, a Embraer passou a utilizar o conceito de família, criando os modelos ERJ 135, ERJ 140 e o ERJ 145 XR, que apresentavam capacidades de 37 a 50 assentos. Outro ponto inovador no programa do ERJ 145 foi o modelo de parcerias de risco adotado, no qual a empresa, por não ter recursos necessários para o desenvolvimento do projeto, passou a dividir os custos de desenvolvimento entre os fornecedores. Esse modelo permitiu que os parceiros ajudassem a tornar o ERJ 145 um jato com menor custo possível e, por consequência, um dos aviões mais vendidos do mundo.

**Figura 2: Família de aeronaves Embraer ERJ 145**

Anos 90



**Família ERJ 145**



Fonte: Embraer.

Depois do grande sucesso do programa do ERJ 145, em 1999 a Embraer lançou o programa da família E-JET 170/190, com jatos de 70 a 120 assentos, que foi outro marco para a empresa pela velocidade com que os projetos foram desenvolvidos e pela grande aceitação das aeronaves internacionalmente. Vislumbrando também diversificar a receita, a empresa utilizou o sucesso da sua plataforma do ERJ 135 e passou a desenvolver aviões executivos com o programa Legacy, que voou pela primeira vez em 2001,

inaugurando assim um novo esforço de expansão de portfólio em um novo segmento, dedicado unicamente à aviação executiva.

Além da presença na aviação comercial e executiva, a Embraer sempre esteve presente no segmento de aviação militar, inicialmente com o Tucano (EMB 312) e depois com parcerias importantes para desenvolvimentos de aviões com tecnologia avançada. É importante destacar o programa AMX, no qual a FAB decidiu comprar uma família de caças à jato e nacionalizar sua tecnologia, para que o Brasil tivesse capacidade de não só montar, mas também modificar e atualizar o projeto dos caças. A Embraer entrou como parceira das empresas Aeritalia e Macchi, sendo responsável pelo fornecimento de algumas partes da aeronave e pela montagem das unidades brasileiras. Nesse projeto, a empresa teve um importante contato com as tecnologias de armamentos e motor a jato, que permitiram posteriormente sua evolução e utilização em outras aeronaves.

Durante sua história, a empresa passou a atuar em diferentes contratos de desenvolvimento espacial e militar, incluindo sistemas de integração de equipamentos militares, controles de fronteiras, *cyber* segurança e, mais recentemente, o desenvolvimento do C-390 Millennium, um cargueiro multimissão médio que possui um potencial importante de vendas e pode colocar o segmento de defesa e segurança em um patamar muito mais importante dentro da empresa.

Atualmente, a empresa possui presença consolidada nos três segmentos em que atua e está se posicionando para o desenvolvimento das novas tendências de aviação urbana e regional, com investimentos na Eve, uma aeronave elétrica de mobilidade urbana, e em novos projetos que devem envolver motores elétricos ou movidos a combustíveis alternativos.

## 2. Os Ventos de Cauda Finalmente Voltaram

Depois de anos conturbados com a pandemia e com o fim da problemática transação com a Boeing, a Embraer chegou a um momento em que os ventos favoráveis estão finalmente soprando em todos os seus segmentos. A empresa conseguiu reestruturar suas operações de forma mais eficiente e tem boas possibilidades de pedidos na aviação comercial, principalmente vindos da Ásia, Europa e Estados Unidos. Além disso, seu segmento de aviação executiva continua com carteira cheia, seu portfólio de produtos e serviços em defesa e segurança está pronto para capturar os aumentos de investimentos militares que vem sendo feitos globalmente e tem posição de destaque no desenvolvimento da nova era de aeronaves, movidas a combustíveis alternativos e elétricos.

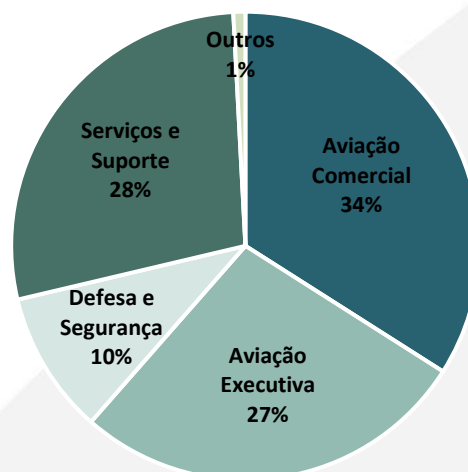
O bom momento ainda é corroborado por opcionalidades, como o possível acerto do processo litigioso com a Boeing, conversas para novas e estratégicas parcerias com a Índia e diversas campanhas militares mundo a fora. A Embraer deixou de ser uma empresa de poucos produtos e dependente de mercados

concentrados, possuindo boas histórias e oportunidades em diversos segmentos e geografias. Mesmo seu setor de serviços, que era responsável por menos de 20% da sua receita, já representa aproximadamente 30% da empresa, trazendo resiliência e recorrência de receita e caixa.

O fim do processo entre Boeing e Embraer se torna também um momento simbólico para ressaltar a nova estrutura produtiva da empresa depois de períodos conturbados. A transação entre as empresas foi anunciada em julho de 2018, com o objetivo de criar uma *joint-venture* na área de aviação comercial, onde a Boeing adquiriria 80% do controle da nova empresa e a Embraer ficaria com os 20% restantes, além de outros acordos entre as duas empresas nos segmentos executivo e de defesa. Com a aprovação inicial da transação, a Embraer começou um processo complicado de separação das suas operações, gastando centenas de milhões de dólares nessa cisão. Em abril de 2020, a Boeing decidiu cancelar a transação e a Embraer teve que reverter o desmembramento das operações.

Essa reestruturação foi iniciada sob o efeito da pandemia e permitiu que a empresa revisasse processos e atualizasse planos de eficiência, mas criou um processo litigioso entre a Embraer e a Boeing para um acerto de contas final. O processo de arbitragem entre elas corre sem muitas notícias, mas é esperado que seja finalizado ainda em 2023. É importante ressaltar que o contrato entre as duas previa uma multa de rescisão de USD 100 milhões, mas esse valor não deve necessariamente ser considerado pois existem acusações de ambas as partes para os motivos da rescisão e, ao mesmo tempo, a Embraer argumenta que gastou mais do que esse valor com a operação. De qualquer maneira, existe a possibilidade de alguma entrada de caixa positiva com esse encerramento.

**Figura 3: Quebra da receita 2022 por segmento**



Fonte: Embraer.

Olhando novamente para o setor, os riscos, como desabastecimento de peças e falta de pilotos, estão presentes e sendo monitorados, mas parecem controlados. Atualmente, o maior deles seria uma crise

global profunda, impactando diretamente as companhias aéreas, mas que também parece limitado, já que os grandes grupos apresentam boa saúde financeira e a necessidade de renovação e crescimento de frota é evidente.

**Figura 4: Overview dos segmentos da empresa**

Segmentos	Aviação Comercial	Aviação Executiva	Defesa e Segurança	Suporte e Serviços	Eve
<b>Descrição</b>	Jatos comerciais de 78 a 146 assentos voltados à aviação regional.	Jatos executivos de até 12 passageiros.	Aeronaves a jato e turboélice para aplicações militares, radares, sistemas de defesa e monitoramento, cyber segurança e projetos especiais.	Serviços de manutenção e suporte de aeronaves e sistemas de defesa.	Turboélice elétrico para transporte de até 6 passageiros focado em mobilidade urbana.
<b>Principais produtos e serviços</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ E195-E2</li> <li>▪ E190-E2</li> <li>▪ E175</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Phenom 100</li> <li>▪ Phenom 300</li> <li>▪ Praetor 500</li> <li>▪ Praetor 600</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ C-390 Millennium</li> <li>▪ A-29 Super Tucano</li> <li>▪ Atech</li> <li>▪ Tempest</li> <li>▪ Visiona</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Manutenção</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ e-VTOL</li> </ul>
<b>Oportunidades</b>	Campanhas de vendas na Ásia, Europa e Estados Unidos.	Aumento de capacidade para atender demanda e repasse de preços.	Aumento de gastos militares mundialmente. Campanhas de vendas na Índia, Korea e Estados Unidos.	Maturação da presença global e maturação da receita mais resiliente.	Desenvolvimento da aeronave dentro do planejado.

Elaboração: Ace Capital.

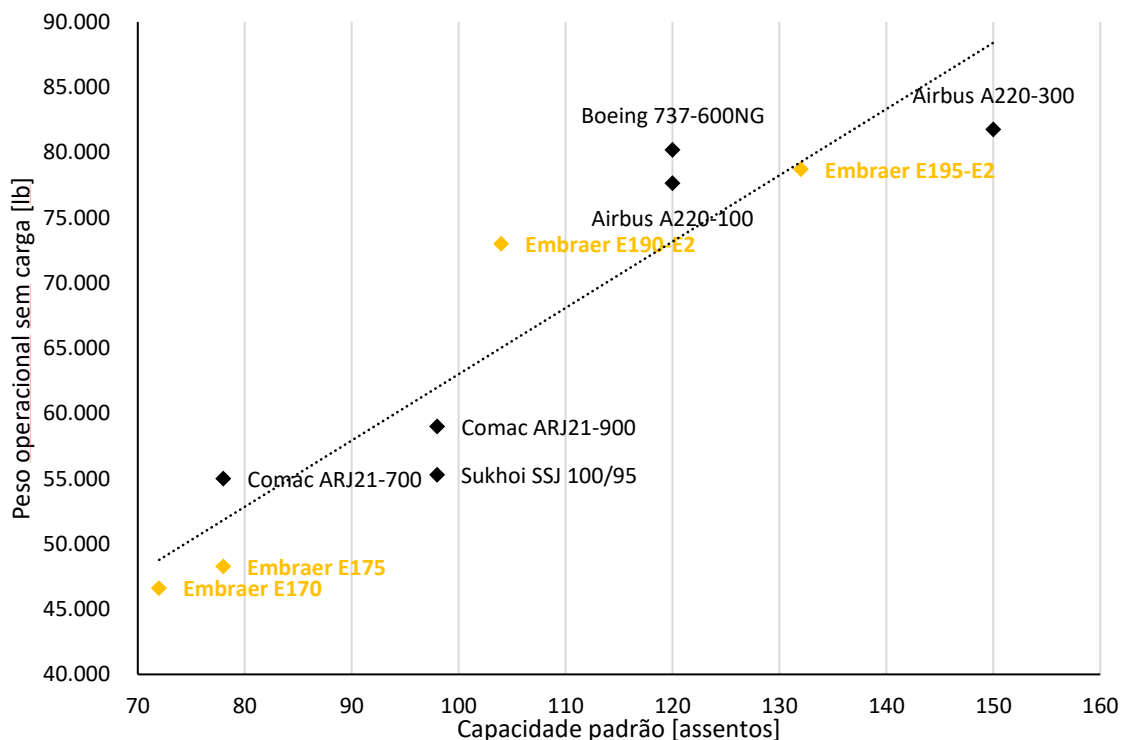
### 3. Modernização de Frotas e Rotas estão em Voga na Aviação Comercial

O segmento de aviação comercial da Embraer possui um posicionamento diferenciado, pois seus E-Jets foram desenvolvidos para atender mercados que possuem boa demanda e pouca concorrência. Os produtos são focados em nichos com menores cargas de passageiros para abastecer rotas maiores já atendidas por aviões com mais de 150 assentos, como os famosos A320 Neo e Boeing 737 Max. A dupla E170 e E175, de 70 a 76 assentos, tem como competidores os ATR 72 e o Comac ARJ21, sendo que o primeiro possui um projeto antigo, que traz problemas operacionais e de conforto, e o segundo possui um peso alto que o faz menos eficiente. Já os E190-E2 e E195-E2, de 100 a 130 assentos, concorrem diretamente com a família A220 da Airbus, que possuem uma boa relação peso por assento, mas que possuem capacidades um pouco maiores geralmente perdendo para a Embraer quando se trata de



rotas de baixo custo. O 737-600NG teoricamente também compete com os E2, mas é um projeto antigo, com peso alto e que dificilmente é vendido pela Boeing.

**Figura 5: Competição aviões comerciais a jato de até 150 assentos**

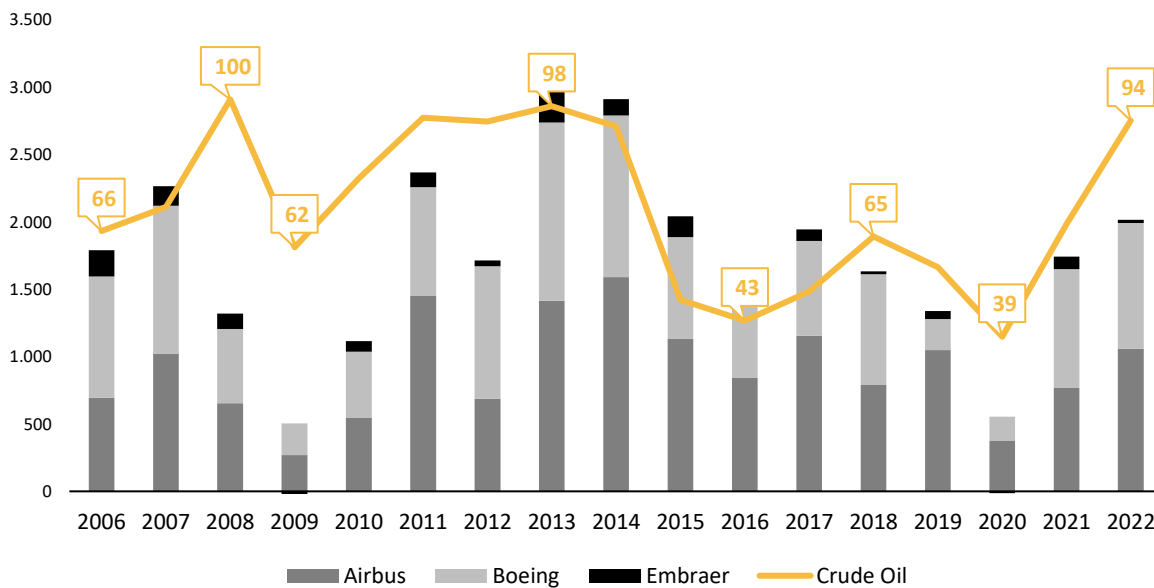


Fontes: Embraer, Boeing, Airbus, Comac, Sukhoi.

Nesse segmento, esperamos que a Embraer tenha uma volta gradual do nível de entregas pré-pandemia ao longo dos próximos anos, que apresente melhores margens advindas dos programas de eficiência dos últimos anos e, o mais importante, capture grandes ordens das campanhas de compras de frotas aéreas que começam a acontecer globalmente.

O momento de alta nos preços de petróleo e a demanda por viagens aéreas aquecida, aliado à baixa taxa de aposentadoria de aeronaves que vimos durante os últimos três anos, criou o cenário ideal para a volta dos pedidos de aviões comerciais. Esse cenário já tem se concretizado nas aeronaves de mais de 150 assentos – com o exemplo do mega pedido de 470 aeronaves feito pela Air Índia à Boeing e à Airbus –, porém ainda não aconteceu para as aeronaves regionais. Essa demanda tardia nas aeronaves de até 150 assentos tem motivos distintos nos Estados Unidos e em outros mercados, mas a necessidade fica cada dia mais evidente.

**Figura 6: Ordens aviões comerciais das maiores fabricantes contra o petróleo cru médio**



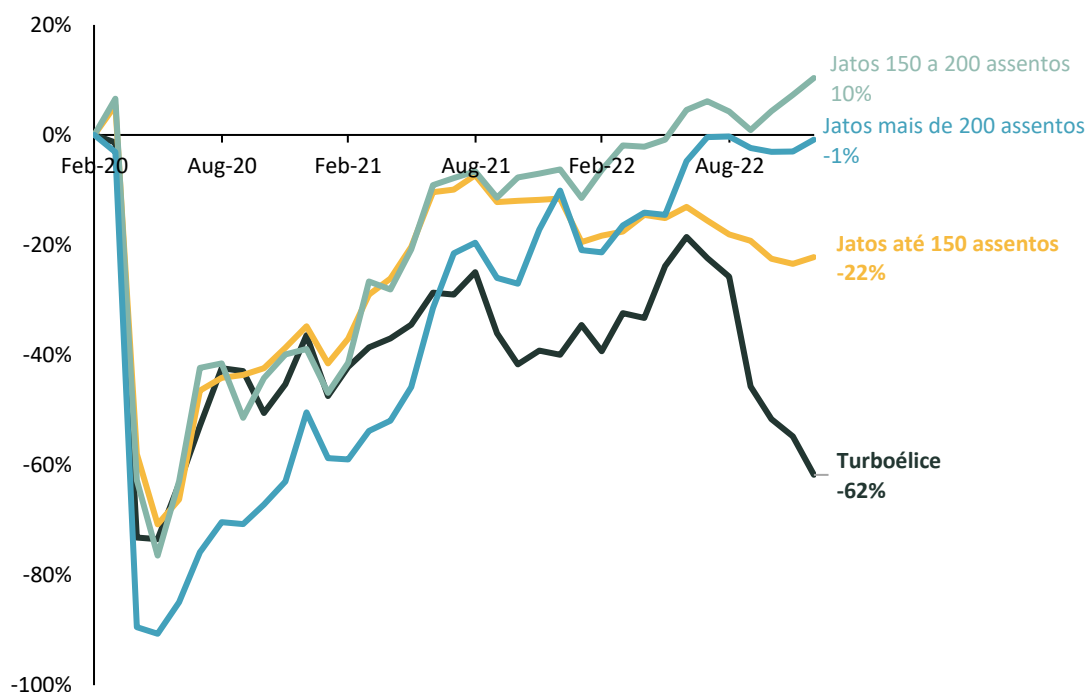
Fontes: Embraer, Boeing e Airbus.

Nos Estados Unidos, houve o encolhimento da aviação regional causado pela falta de pilotos e, por consequência, sua alta salarial, que aliada ao alto preço dos combustíveis tornaram várias rotas inviáveis e fizeram com que as companhias aéreas mantivessem as aeronaves menores no chão.

O mercado americano tem a peculiaridade da aviação regional ser operada sob regras restritas embaixo de acordos entre sindicatos e companhias aéreas (conhecidos como *Scope Clauses*). Essas regras criaram um mercado ineficiente que manteve uma diferença relevante nos custos de mão de obra para aeronaves pequenas e grandes, fazendo com que aeronaves pequenas operassem rotas ineficientes. A alta nos custos atuais acabou fechando grande parte dessa diferença e está forçando uma reestruturação das empresas.



**Figura 7: Assentos programados mensalmente em voos comerciais nos EUA, variação acumulada desde fevereiro de 2020**



Fontes: WSJ e Oliver Wyman.

Apesar do momento inicial trazer um congelamento nos pedidos das aeronaves menores que operam as rotas regionais, é esperado que a reestruturação das rotas fortaleça ainda mais a presença dos E175 no mercado americano, pois as rotas regionais ainda podem e precisam substituir as aeronaves de 50 assentos por aeronaves de até 76 assentos, que somente a Embraer fabrica atualmente. O alto custo de combustível também faz pressão para a renovação das primeiras aeronaves entregues desse modelo, que ocorreu há mais de 19 anos. Além disso, a crise atual enfrentada pela aviação regional americana pode fazer com que haja relaxamento nas negociações com os sindicatos, flexibilizando o uso de aeronaves maiores e permitindo que a Embraer possa vender mais E190-E2 e E195-E2 (100 a 130 assentos) nesse mercado, assim como voltar com o desenvolvimento do E175-E2 (também de 76 assentos), pausado por restrição atual no peso de decolagem dentro das *Scope Clauses*.

Do lado do problema de escassez de pilotos, há também um movimento das principais companhias aéreas investindo em cursos, que deve trazer algum alívio no curto prazo e pode ser a solução de médio prazo para o problema que vinha se arrastando.

Há ainda a demanda por aviões regionais nos mercados Europeus e Asiáticos, que, diferente do mercado americano, já são mais focados nas aeronaves de 100 a 130 assentos. Nesse caso, o atraso da entrada de grandes pedidos advém principalmente do retardo na retomada dos voos, mas que já

aconteceu, e agora se discute a renovação da frota. Na Europa, se fala em campanhas de renovação de frota regional atrasadas da LOT na Polônia, da Lufthansa na Alemanha, entre outros.

O mercado asiático merece destaque especial, pois ainda é pouco penetrado, com alto nível de crescimento, e muito aplicável à aviação regional dado à característica da demanda ainda fragmentada e aeroportos com restrições operacionais. A demanda por aviões regionais começou a ficar tão latente nessa região que a Índia declarou que pode precisar fabricar localmente esse tipo de aeronave para atender sua demanda. A Embraer já admite conversar para ser uma possível parceira na fabricação local.

A China é outro caso importante, pois a Embraer teve recentemente seu E190-E2 certificado para operar no país, o que pode significar a intenção de companhias locais passarem a utilizar a aeronave. A empresa sinaliza que sua família E2 é ideal para o mercado chinês, não apenas por abastecer as rotas principais das grandes aeronaves, mas também por conseguir acessar regiões de alturas elevadas em que poucas aeronaves performam bem. Atualmente, somente a Tianjin Airlines é cliente dos E-Jets no país, pois existe grande incentivo local para venda das aeronaves da chinesa Comac, mas que só vão até 100 assentos e acabam não sendo ideais para diversas rotas.

É fato que ainda há o problema de falta de peças para entregas de novos aviões e reparos de antigos, assim como faltam centros de manutenção disponíveis, mas que vem arrefecendo gradualmente com o fim de gargalos logísticos globais e pode-se esperar que, até o final desse ano, já esteja normalizado.

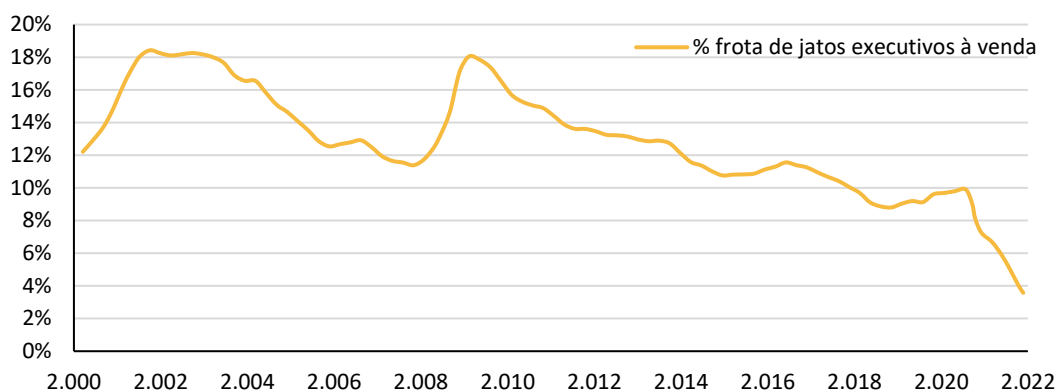
Com esse cenário, esperamos para aviação comercial da Embraer um 2023 com um nível de pedidos maior do que suas entregas, margens melhores e uma continuidade positiva desse cenário em 2024. A boa expectativa está nos pedidos.

#### **4. Estoques Baixos e Carteiras Longas na Aviação Executiva**

Na aviação executiva, o cenário é bem diferente pois os pedidos já vieram há algum tempo e tanto a Embraer como todas as principais empresas do setor possuem carteiras de pedidos para entregas por pelo menos dois anos.

Esse setor vinha avançando lentamente desde a crise de 2008, quando o estoque de aeronaves usadas à venda cresceu e tinha dificuldades de voltar a patamares baixos pelas mudanças no perfil de uso de jatos executivos. Com os cortes de gastos das empresas por conta da crise e o foco cada vez maior na diminuição de consumo de combustíveis fósseis, o uso de jatos executivos ficou mais restrito. No entanto, a pandemia trouxe de volta a demanda por essas aeronaves, já que não só passou a ser visto como mais seguro o transporte de pequenos grupos, assim como a questão de emissão de carbono ficou também mais relaxada.

**Figura 8: Estoque de jatos executivos a venda**



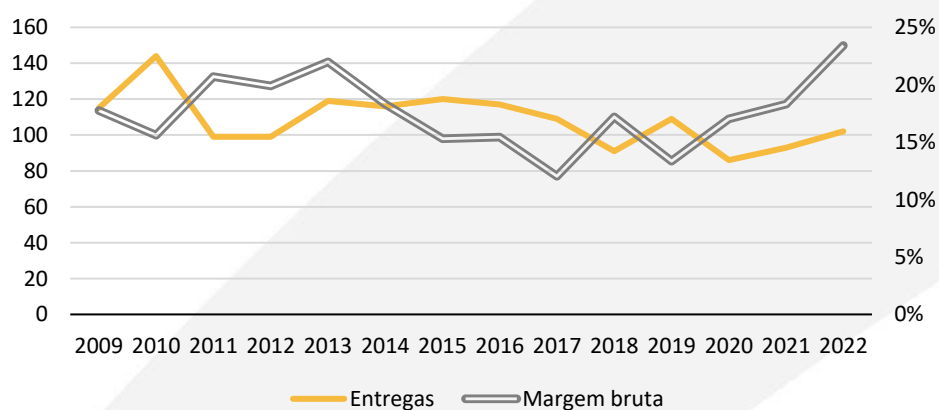
Fontes: Embraer e Jetnet.

O fato é que a demanda por jatos executivos explodiu, diminuindo os estoques e criando filas para entrega em todos os fabricantes, que agora correm para aproveitar o bom momento.

Em 2022, a Embraer já estava trabalhando no limite da sua capacidade produtiva do segmento e, desde então, vem correndo para aumentá-la, ao mesmo tempo em que vem aumentando preços para melhorar sua rentabilidade no segmento.

É esperado que essa demanda desacelere e se acomode nesse ano e no próximo, mas dado que a carteira está cheia para dois anos, a empresa pode colher os frutos dos aumentos de preços e margens ainda melhores por esse período, colher boa geração de caixa, ao mesmo tempo que se prepara para um novo ciclo de vendas e entregas. Geralmente, a alta nos números de entregas da aviação executiva é acompanhada por uma queda nas margens, mas não é o que estamos vendo nesse ciclo por causa da carteira de pedidos mais longa no momento.

**Figura 9: Volume de entregas e margem bruta da aviação executiva na Embraer**



Fonte: Embraer.

## 5. Os Gastos Globais em Defesa e Segurança Voltaram

O segmento de defesa e segurança é mais uma prova de como a Embraer consegue se transformar ao longo dos anos. A empresa deixou de ser praticamente um fornecedor do governo brasileiro para se tornar um *player global* que produz um portfólio vasto de produtos e serviços via suas subsidiárias.

Além de aeronaves, a empresa produz radares, moderniza aeronaves, desenvolve satélites, soluções e sistemas para controle de fronteiras, tráfego aéreo, comunicações táticas e *cyber* segurança. Em termos de receita, a fabricação de aeronaves ainda é a parte mais relevante e o A-29 Super Tucano e o C-390 Millennium são os principais produtos, ambos bem-posicionados para capturar o aumento de investimentos militares no mundo.

O A-29 Super Tucano é uma aeronave de ataque leve, utilizada principalmente para treinamento e ataques ar-solo de forças com armamentos leves, chamados de ataques de contra insurgência, como as encontradas nas missões americanas no Oriente Médio. Atualmente, a aeronave pode ser fabricada tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos pela Sierra Nevada Corporation sob uma licença da Embraer. Atualmente, não se sabe de grandes campanhas sendo disputadas pela aeronave, mas seu perfil de baixo custo de venda e operação faz com que tenha um mercado constante de ordens menores.

Já o C-390 Millennium é o grande destaque da empresa e que traz grande expectativa de ordens relevantes no médio prazo. A aeronave é um cargueiro médio desenvolvido pela Embraer a pedido da aeronáutica brasileira para substituir o Lockheed C-130 Hercules, que é o cargueiro militar turboélice há mais tempo produzido na história da aviação. O desenvolvimento da Embraer teve grande sucesso, fazendo com que o C-390 virasse um avião confiável, de bom custo e com muitas possibilidades de utilização.

Assim como acontece na aviação comercial, a Embraer desenvolveu o C-390 Millennium em um nicho que possui pouca competição, no qual seu único competidor direto é o próprio C-130J Super Hércules. O C130J é uma renovação feita na década de 90 do C-130, que apresenta boa disponibilidade e custo, mas velocidade e alcances baixos devido a seus motores turboélices. Além disso, o C-130J é uma aeronave americana, o que pode representar problemas em tempos de conflitos e traz mais uma vantagem à Embraer, pois o Brasil geralmente é entendido como um país neutro.

**Figura 10: Competição cargueiros multimissão médios**

	<b>C-130J Super Hercules</b>	<b>KC-390</b>	<b>Kawasaki C-2</b>	<b>A400M Atlas</b>
				
Fabricante	Lockheed	Embraer	Kawasaki	Airbus
País	Estados Unidos	Brasil	Japão	França
Entregas	500	6	15	110
Primeira entrega	1999	2016	2016	2013
<b>Carga máxima</b>	<b>19 ton</b>	<b>26 ton</b>	<b>38 ton</b>	<b>37 ton</b>
Motorização	4 x Turboprop	2 x Turbofan	2 x Turbofan	4 x Turboprop
<b>Vel. máx cruzeiro</b>	<b>640 km/h</b>	<b>870 km/h</b>	<b>970 km/h</b>	<b>780 km/h</b>
<b>Range ferry</b>	<b>1,800 nm</b>	<b>4,600 nm</b>	<b>4,100 nm</b>	<b>3,450 nm</b>
Range carga máxima	1,600 nm	1,140 nm	2,400 nm	1,800 nm
Distância de decolagem táctica	1,000 m	1,000 m	500 m	980 m
Teto de operação	28,000 ft	36,000 ft	43,000 ft	40,000 ft
Operação em pista não pavimentada	total	parcial	não	total

Fontes: Embraer, Lockheed, Airbus, Kawasaki.

A aeronave da Embraer já possui ordens da Força Aérea Brasileira, de Portugal, da Hungria e é esperada a assinatura de um contrato com a Holanda. Ao mesmo tempo, existem campanhas maiores sendo estruturadas que podem mudar o patamar de uso do C-390 mundialmente. Por enquanto, se sabe que potenciais compradores da aeronave poderiam ser as forças aéreas dos Estados Unidos, Coreia, Índia e Áustria.

Nos Estados Unidos, a Embraer fez uma parceria com a empresa L3Harris para adaptação do C-390 como uma aeronave de abastecimento ágil e intermediário, que poderia fazer a ponte entre os tanqueiros maiores, como o Boeing KC-46, e outras bases ou aeronaves menores. O foco da parceria é adaptar a aeronave para participar do programa KC-Z da força aérea americana, que abriu recente sua primeira rodada de pedidos de sugestões para o que poderiam ser alternativas da nova geração de aeronaves de reabastecimento. No entanto, é preciso considerar que esse programa pode demorar mais de uma década para acontecer e que terá grande competição de players americanos como Boeing e Lockheed Martin.

Em um prazo menor de tempo, por volta de 2026, a força aérea da Coreia do Sul quer incorporar a sua frota cargueiros médios e abriu o programa *South Korea's Large Transport Aircraft (LTA) II*, no qual se espera ter a competição do Airbus A400M, do Lockheed Martin C130J, e do Embraer C-390 Millennium. A Embraer já assinou parcerias com 3 empresas sul coreanas para fornecerem peças e equipamentos ao C-390 com o intuito de se aproximar mais do país e criar vantagens na competição do programa. O projeto do governo coreano prevê um desembolso de aproximadamente US\$ 550 milhões, o que poderia resultar em um pedido de 3 a 5 unidades do C-390 dependendo da configuração.

Outro processo aberto de disputa para o cargueiro da Embraer é o programa da força aérea indiana (IAF), que está buscando um cargueiro de 18 a 30 toneladas para substituir seus Antonov AN-32 e os concorrentes tiveram até 31 de março de 2023 para entregar suas propostas que devem contemplar entregas de 40, 60 e 80 aeronaves. Estão no páreo Embraer e Lockheed Martin com o C130-J.

## 6. Eve: Quanto Vale uma Opção para o Futuro da Mobilidade?

A Embraer detém aproximadamente 90% das ações da Eve Air Mobility, empresa listada na NYSE e que está desenvolvendo uma aeronave elétrica para mobilidade urbana. O objetivo é desenvolver uma aeronave com um custo por assento seis vezes mais barato e com ruído 90% menor do que dos helicópteros equivalentes. Essas especificações criam um mercado de mobilidade urbana totalmente novo, permitindo deslocamentos com velocidade e custo nunca vistos. Com o transporte aéreo de baixo custo, a diferença de distância entre o centro econômico de São Paulo até pontos como Congonhas, Guarulhos ou Viracopos passa a ser muito menos relevante do que é atualmente.

**Figura 11: Design do modelo da Eve**



Fonte: Embraer.

Diversas empresas estão desenvolvendo modelos e tecnologias diferentes para essa solução de mobilidade urbana. A Eve não é a mais adiantada delas, tampouco possui diferenciais tecnológicos que

a diferenciam claramente das demais iniciativas. Empresas como a Ehang já tem permissão para voar em alguns mercados e outras com modelos mais próximos da Eve, como Joby, Lilium e Archer, já estão com protótipos sendo testados atualmente. A Eve espera iniciar seus testes com um protótipo de tamanho real somente em 2024.

**Figura 12: Competidores do mercado de e-VTOL**

Empresa	País	Projeto	Certificação	Passageiros	Pilotos	Alcance	Investidores
Ehang	China	<i>Multi-Rotor</i>	2023	2	autônomo	35km	Blackrock, Growth Interface and Carmignac Gestion
Volocopter	Alemanha	<i>Multi-Rotor</i>	2024	2	autônomo	35km	Intel, Daimler, Geely, Microsoft, Lufthansa, JAL
Joby	Estados Unidos	<i>Tilt Rotor</i>	2024	4	1	240km	Uber, Toyota, Macquaire, Intel Capital, JetBlue
Lilium	Estados Unidos	<i>Vectored Fan</i>	2024	6	1	250km	Honeywell, BlackRock, Tencent, Palantir, Ferrovial
Archer	Estados Unidos	<i>Tilt Rotor</i>	2024	4	1	100km	United Airlines, Stellantis, Mubadala
Vertical	Reino Unido	<i>Tilt Rotor</i>	2024	4	1	160km	Microsoft, American Airlines, Rolls-Royce, Honeywell, Avolon
Beta	Estados Unidos	<i>Lift + Cruise</i>	2024	5	1	460km	UPS, United Therapeutics, US Air Force, Blade
<b>Eve</b>	<b>Brasil</b>	<b><i>Lift + Cruise</i></b>	<b>2025</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>100km</b>	<b>Acciona, Azorra, BAE, Bradesco, Falko, Republic Airways, Rolls-Royce, SkyWest, Thales, Space Florida</b>
Airbus	França	<i>Lift + Cruise</i>	2025	4	1	80km	Airbus
Wisk	Estados Unidos	<i>Lift + Cruise</i>	2028	2	autônomo	40km	Boeing, Kitty Hawk

Elaboração: Ace Capital.

No entanto, a experiência da Embraer no desenvolvimento de novos projetos deve ser o grande diferencial para sua assertividade e, por isso, estimamos que a Eve deve obter uma parcela relevante desse mercado.

Essa experiência se reflete em diversos aspectos do projeto, mas o principal deles é o foco em desenvolver algo que atenda especificamente a demanda. Com esse objetivo, a Eve escolheu o projeto *lift + cruise* que possui asa fixa, rotores redundantes e fixos, tudo para garantir maior facilidade de certificação e menor custo de manutenção e operação. Além disso, escolheu alcance de apenas 100km



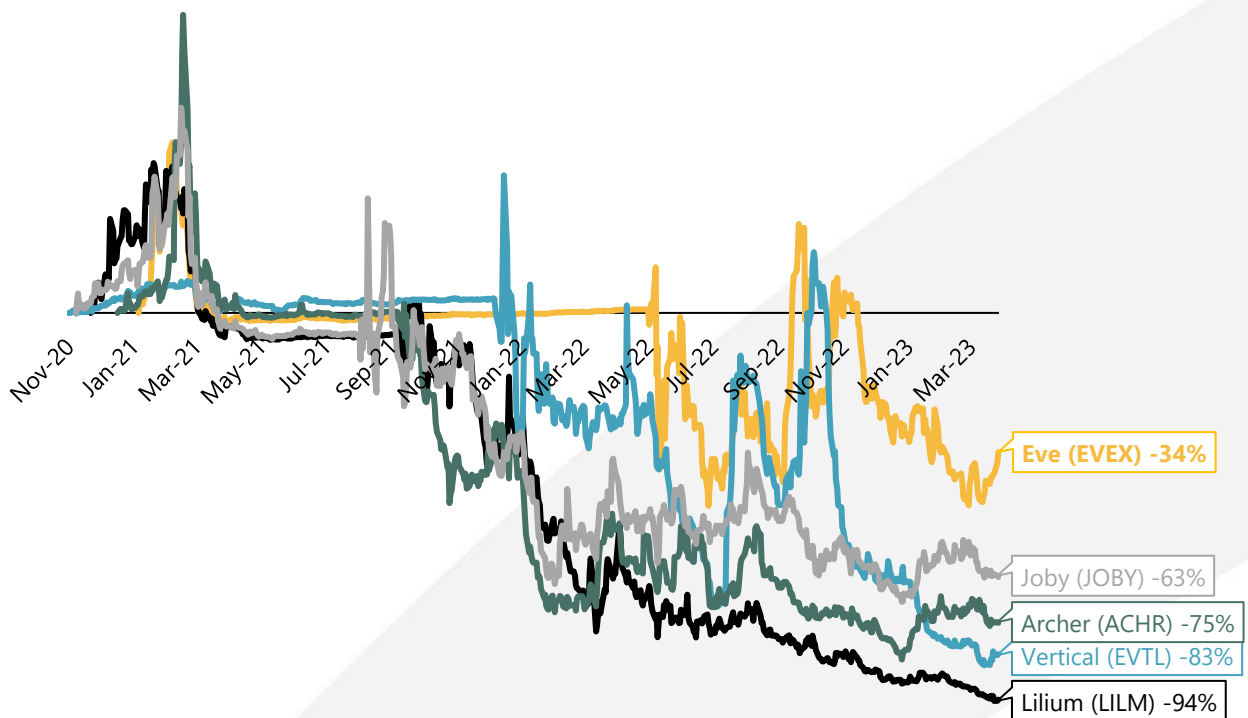
para focar especificamente no mercado de mobilidade urbana, renunciando a mercados como aviação executiva, mas garantindo também um menor custo e peso de bateria.

A sociedade da Eve também é formada por parceiros estratégicos, sendo potenciais fornecedores e clientes, que ficam alinhados quanto ao melhor desenvolvimento do projeto e podem participar com caixa ou tecnologia.

O modelo de desenvolvimento da Eve, firmado em parceria com a Embraer, faz com que ela tenha uma estrutura *asset e cost light*, onde acessa tanto a estrutura quanto os profissionais da Embraer, pagando apenas pela utilização. Essa parceria mantém a empresa com uma estrutura mais enxuta e com menor queima de caixa do que seus concorrentes.

Todos esses motivos garantiram à Eve uma menor desvalorização do seu *equity* desde seu IPO. Mesmo assim, é possível considerar que o potencial da empresa não está incorporado ao valor da Embraer, algo que só deve acontecer conforme o projeto for realmente se concretizando. No final de março/2023, o valor da firma era de aproximadamente USD 1,5 bilhão.

**Figura 13: Desempenho das ações desde o IPO até março de 2023**



Elaboração: Ace Capital.

## 7. Geração de Valor é Chave (e os Riscos Também!)

No caso de Embraer, os riscos de surpresas positivas criaram uma assimetria de risco-retorno que nos trouxe convicção no investimento. Como a empresa voltou a gerar caixa, possui fluxo de caixa em dólar e possui visibilidade para os próximos anos, não é difícil encontrar - por fluxo de caixa descontado - considerável potencial de valorização do *equity*. Em uma abordagem conservadora e aquém do seu potencial, como exemplo, a empresa já poderia voltar em 2025 ao que era antes da pandemia, mediante entregas de aproximadamente 90 aeronaves no segmento comercial, 20% a mais de entregas de aviões executivos nesses 2 últimos anos, e com os segmentos de defesa e serviços praticamente como estão hoje, crescendo apenas por repasses de preços.

Nesta abordagem, não consideramos uma mudança de patamar nas entregas da aviação comercial ou da defesa, nem a continuidade prolongada do crescimento do setor de suporte e serviços. Se parte dessas opcionalidades se materializar, podemos ter uma empresa em outro patamar de receita e rentabilidade. Considerando que a empresa está mais eficiente e melhorando suas margens de forma recorrente, o efeito do crescimento da receita na última linha e na geração de caixa é multiplicado.

Outras opções, como a Eve, negociações para formação de parcerias e encerramento do processo litigioso com a Boeing, também não são considerados nesta abordagem. Analisando apenas a Eve - negociada hoje como EVEX na NYSE - temos um valor da firma atual de aproximadamente USD 1,5 bilhão, que representa um valor por ação na Embraer de mais USD 7 por ação.

Seguimos atentos aos riscos, observando os movimentos das companhias aéreas globais, sua saúde financeira e estratégias, especialmente nos movimentos de frotas. Boeing e Airbus devem ser igualmente acompanhadas de perto, principalmente no que se refere a pedidos de aeronaves menores e seus desenvolvimentos de produtos. Interferências do governo brasileiro na empresa requerem atenção, mas não são tão relevantes nesse momento, dado que a participação indireta do governo no capital está hoje em apenas 5%, sua relevância na receita da defesa também caiu, e a *golden share* segue pacificada.

Com os riscos e oportunidades mapeados, seguimos investidos na ação e otimistas com a execução da empresa, confiantes com a nossa avaliação do risco-retorno do investimento.

## Fundo: Ace Capital Absoluto FIC FIA – CNPJ nº 33.992.830/0001-88

**Objetivo e Política de Investimento:** o fundo tem como objetivo proporcionar aos seus cotistas a valorização real de suas cotas, a médio e longo prazos. A política de investimento do fundo consiste em aplicar, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do Ace Capital Absoluto Master FIA, inscrito no CNPJ nº 39.737.075/0001-95 (“Fundo Master”), cuja política de investimento consiste em aplicar preponderantemente em ações negociadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

### Características:

- Tipo Anbima: Ações Livre
- Data de Início: 21/06/2021
- Público-alvo: Investidores Qualificados
- Taxa de Administração: 2% a.a.
- Taxa de Performance: 20% sobre o que exceder o IMA-B
- Mínimo para aplicação Inicial: R\$ 100,00
- Mínimo para Aplicação Adicional e Resgate: R\$ 100,00
- Saldo Mínimo: R\$ 100,00
- Cotização de Aplicações: D+1
- Cotização de Resgate: D+30, com liquidação após dois dias úteis
- Classificação Tributária: Renda Variável
- Gestor: Ace Capital Grou Gestora de Recursos Ltda.
- Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
- Custodiante: BNY Mellon Banco S.A.
- Auditor: KPMG

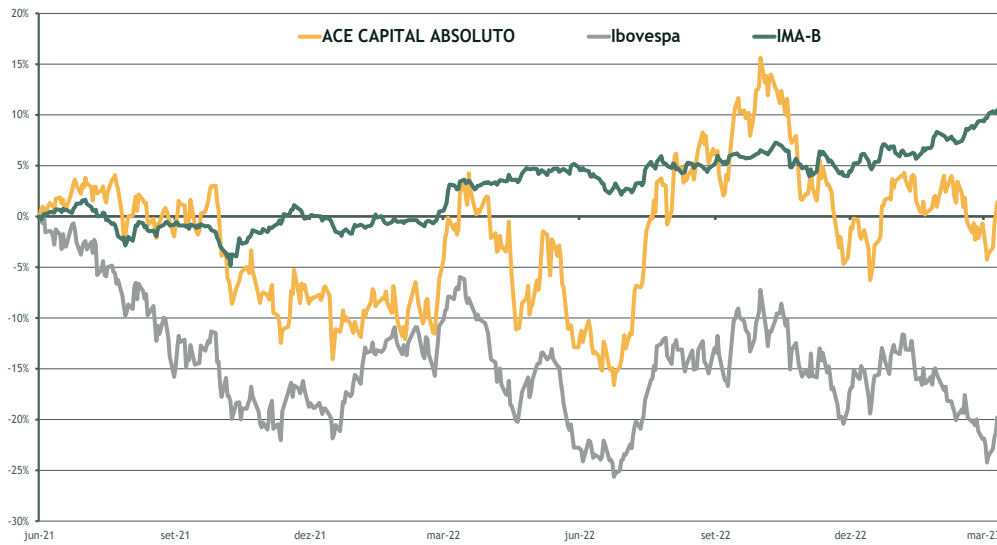


A Ace Capital (ou Grupo Ace) é constituída pelas gestoras Ace Capital Gestora de Recursos Ltda. e Ace Capital Grou Gestora de Recursos Ltda., conforme governança estabelecida em seu website: [www.acecapital.com.br](http://www.acecapital.com.br). As informações contidas neste material têm caráter meramente informativo e estão sujeitas a mudança sem qualquer tipo de notificação prévia. Este documento não constitui uma oferta de serviço ou recomendação de investimento pela Ace Capital, seja em fundo de investimentos ou nos valores mobiliários eventualmente mencionados. A Ace Capital utiliza informações de fontes que acredita serem confiáveis, mas não se responsabiliza pela exatidão de quaisquer das informações assim obtidas e utilizadas neste documento, as quais não foram independentemente verificadas. Além disso, as informações e expectativas sob o cenário da economia brasileira e global foram analisadas até a data de envio deste material, sendo que eventuais fatores econômicos futuros podem não ter sido previstos e, conseqüentemente, considerados para esta análise fornecida pela Ace Capital. Fundos de investimento que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimentos podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo, caso o fundo de investimento adote estratégia com derivativos para fins de alavancagem. As informações constantes nesta apresentação estão em consonância com os Regulamentos, Formulários de Referência, se houver, Lâmina de Informações Essenciais, se houver, porém não os substituem. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os fundos de investimento multimercados com renda variável e os fundos de investimento em ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de investimento não contam com garantia da Ace Capital, do administrador, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Regulamento, de eventual Lâmina de Informações Essenciais, se houver, e do Formulário de Informações Complementares, se houver, dos fundos de investimento em que deseja aplicar. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Este documento não constitui uma opinião ou recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Ace Capital, e não leva em consideração a situação particular de qualquer investidor. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Ace Capital recomenda ao interessado que consulte seu próprio consultor.

RENTABILIDADE

ANO	RETORNO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO	INÍCIO
2021	Fundo	-	-	-	-	-	-	1,10%	-0,95%	-1,60%	-8,28%	-2,22%	4,18%	-6,88%	-6,88%
	IMA-B	-	-	-	-	-	-	-0,37%	-1,09%	-0,13%	-2,54%	3,47%	0,22%	-0,16%	-0,16%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-3,94%	-2,48%	-6,57%	-6,74%	-1,53%	2,85%	-18,91%	-18,91%
2022	Fundo	-1,65%	-0,89%	8,77%	-1,62%	-1,49%	-9,55%	7,49%	12,07%	1,21%	6,83%	-6,35%	-6,53%	5,96%	-1,33%
	IMA-B	-0,73%	0,54%	3,07%	0,83%	0,96%	-0,36%	-0,88%	1,10%	1,48%	1,23%	0,43%	-0,24%	6,32%	6,16%
	Ibovespa	6,98%	0,89%	6,06%	-10,10%	3,22%	-11,50%	4,69%	6,16%	5,45%	5,45%	-3,06%	-2,45%	4,68%	-15,12%
2023	Fundo	5,31%	-0,64%	-2,91%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,59%	0,24%
	IMA-B	0,00%	1,28%	2,66%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,98%	10,14%
	Ibovespa	3,37%	-4,79%	-2,91%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,16%	-21,19%

RETORNO ACUMULADO DESDE O INÍCIO



INFORMAÇÕES OPERACIONAIS

INÍCIO DO FUNDO	21/06/2021
APLICAÇÃO INICIAL	R\$ 100,00
MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	R\$ 100,00
SALDO MÍNIMO	R\$ 100,00
HORÁRIO DE MOVIMENTAÇÃO ATÉ 14H00	
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	2% A.A.
TAXA DE PERFORMANCE	20% SOBRE O QUE EXCEDER O IMA-B
TAXA DE SAÍDA	NÃO HÁ
COTA DE APLICAÇÃO	D+1
COTA DE RESGATE	D+30
LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA	D+32
ADMINISTRADOR	BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S.A.
CUSTODIANTE	BNY MELLON BANCO S.A.
AUDITOR	KPMG
CATEGORIA ANBIMA	AÇÕES LIVRE
CÓDIGO ANBIMA	596681
DADOS PARA APLICAÇÃO	ACE CAPITAL ABSOLUTO FIC FIA CNPJ: 39.992.830/0001-88 BANCO: BNY MELLON (17) AGENCIA 01 CC 4843-7

ATRIBUIÇÃO DE DESEMPENHO POR SETOR	Mês	Ano
Bens industriais	0,91%	1,51%
Construção	0,00%	0,26%
Consumo cíclico	-0,65%	-1,26%
Consumo não cíclico	-0,08%	1,00%
ETF	0,00%	0,00%
Financeiro	-0,06%	-0,52%
Índice	0,08%	-0,20%
Materiais básicos	-1,58%	4,17%
Petróleo gás e biocombustíveis	-0,67%	-1,00%
Properties	0,00%	0,00%
Saneamento	-0,14%	-0,76%
Saúde	-0,47%	-0,97%
Tecnologia da informação	-0,09%	0,03%
Telecomunicações	0,00%	0,00%
Transporte e Logística	0,04%	0,07%
Utilidade pública	-0,13%	-1,43%

Obs.: Não considera custos de taxa de administração e performance

ESTATÍSTICAS

	Últimos 12 meses	Desde o Início
> Retorno Mensal	12,07%	12,07%
< Retorno Mensal	-9,55%	-9,55%
Meses Acima do IMA-B	36,36%	38,10%
Meses Abaixo do IMA-B	63,64%	61,90%
Meses Positivos	41,67%	38,10%
Meses Negativos	58,33%	61,90%

PATRIMÔNIO

	MAR-23
Patrimônio da Estratégia (R\$ M)	261,7
PL Médio Fundo desde início (R\$ M)	111,1
Patrimônio do fundo (R\$ M)	219,8

CARACTERÍSTICAS GERAIS

OBJETIVO
O fundo tem como objetivo proporcionar aos seus clientes cotistas a valorização real de suas cotas a médio e longo prazo.
CARACTERÍSTICAS
A política de investimento do FUNDO consiste em aplicar, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do ACE CAPITAL ABSOLUTO MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES, inscrito no CNPJ nº 39.737.075/0001-95 ("Fundo Master"/"Fundo Investido"), gerido pela GESTORA, cuja política de investimento consiste em aplicar preponderantemente em ações negociadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão
PÚBLICO
O Fundo é destinado a investidores qualificados



Gestão de Recursos

A Ace Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso da Ace Capital, além de não levar em consideração a situação particular de qualquer investidor. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Ace Capital (i) recomenda ao interessado que consulte seu próprio consultor e (ii) não se responsabiliza pelas decisões de investimento. O FUNDO utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimentos, o que pode resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo, inclusive, acarretar em perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do FUNDO. O FUNDO está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O FUNDO pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. Os fundos de investimento multimercados com renda variável e os fundos de investimento em ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Para avaliação da performance de quaisquer fundos de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. O FUNDO buscará manter uma carteira de ativos com prazo médio superior a 365 dias. Alterações nestas características podem levar a um aumento do IR incidente sobre a rentabilidade auferida pelo cotista. Não há garantia de que este Fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E DA TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DOS GESTORES, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do Formulário de Informações Complementares, se houver, da Lâmina de Informações Essenciais e do Regulamento do FUNDO e do MASTER pelo investidor antes de aplicar seus recursos, conforme disponíveis no site do Administrador: Intrag DTVM Ltda., CNPJ nº 62.418.140/0001-31, www.intrag.com.br, Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 3.400, 10º andar, Itaim Bibi, São Paulo - SP. Telefone (11) 3072-6109, dias úteis, das 9 às 18h, ou utilize o SAC Itaú 0800 728 0728, todos os dias, 24h. Se desejar a reavaliação da solução apresentada após utilizar esses canais, recorra à Ouvidoria Corporativa Itaú Unibanco 0800 570 0011, dias úteis, das 9 às 18h, Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala 0800 722 1722, disponível 24h todos os dias.