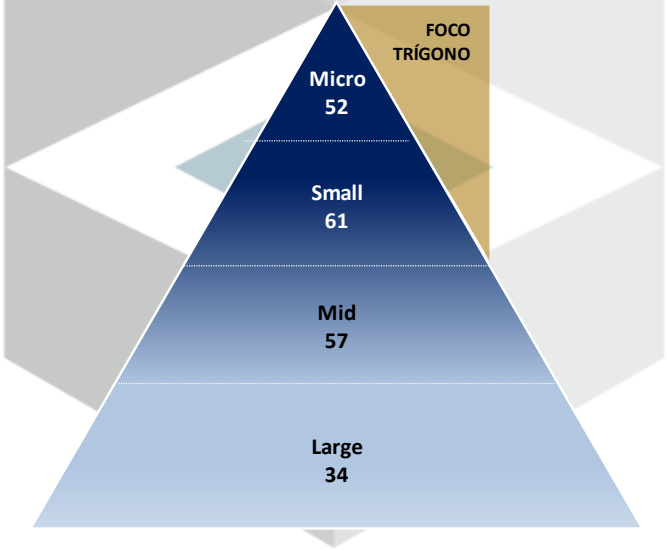
TURMALINA PARAÍBA

Somos uma empresa de nicho e com foco. Garimpamos. Utilizamos ferramentas diferenciadas, talhadas pelo tempo de nossa experiência. Buscamos um olhar preciso, profundo, que adentra nos mais sutis detalhes, aquele que sabe diferenciar o que realmente importa, o que não apenas avalia a pedra bruta, mas que também planeja, traçando um plano factível para sua lapidação. Uma joia exclusiva não vem pronta e sempre há o risco de quebrá-la neste processo que exige tato, paciência, proximidade com o negócio e o envolvimento e alinhamento de todas as pessoas ao redor. É neste procedimento de lapidação que buscamos destravar o valor oculto e potencial.

Na B3, nosso foco e expertise está nas cerca de 113 empresas, num universo de 367 listadas, que possuem valor de mercado abaixo de R$5 bilhões e que negociam ao menos R$30 mil por dia, mas preferencialmente abaixo de R$10 milhões de liquidez[1].

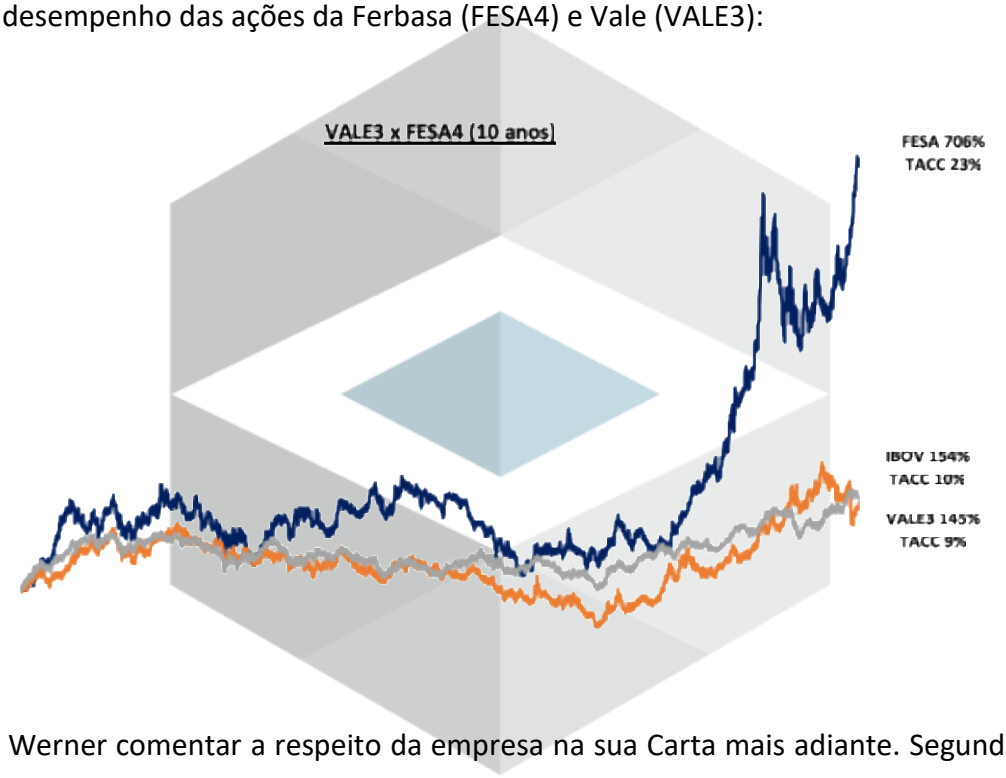


São negócios também de nicho e que, por isso, navegam com menos competição, maior barreira de entrada e com maiores margens. Crescem mais também! Afinal, uma empresa que fatura R$1 bilhão no ano tem maiores chances de dobrar de tamanho em 3-5 anos do que aquela que já fatura mais de R$ 10 bilhões. Como sócios minoritários, buscamos nos associar a essas empresas de forma a ter relevância através da participação em Conselhos de Administração e Fiscal, da lapidação de valor através de ações junto aos controladores e executivos, incentivando-os a melhorarem sua governança e trazendo as empresas cada vez mais perto das melhores práticas do ESG[2].

[1] Fonte: Economática
[2] Princípios de ESG são normas de meio ambiente (Environment), sociais (Social) e de governança (Governance)

São empresas vencedoras, que crescem com boas margens e que, frequentemente, dominam seus respectivos nichos de mercado. Isto se traduz em rentabilidade que vem não só da valorização do ativo ao longo do tempo, mas também da distribuição de dividendos, tudo refletido na rentabilidade de nossos fundos[3]. Werner Roger, meu sócio aqui na Trígono e amigo desde 1989, sempre brinca comigo, *small is beatifull*!

Uma de nossas maiores posições é a Ferro Ligas da Bahia S/A, ou Ferbasa. Werner, meu sócio e gestor, conhece a empresa há 36 anos, ou seja, desde 1983, e nos últimos dez anos tem contribuído de muitas formas para ajudar a empresa em questões relacionadas a governança e relação com investidores. Desde 2013, indicou e elegeu membros independentes para os Conselhos de Administração e Fiscal. Vejam abaixo a comparação de desempenho das ações da Ferbasa (FESA4) e Vale (VALE3):



Deixo o próprio Werner comentar a respeito da empresa na sua Carta mais adiante. Segundo ele, a Ferbasa não é a Turmalina Paraíba, mas uma das joias preciosas da Bahia, ainda em lapidação, e garimpada há 36 anos. Em 1983, naquele ano, as ações da Ferbasa subiram inacreditáveis 17.386%, comparada a 561% da Vale (PN) e 1.053% da Petrobrás PN. Naquele ano ele foi introduzido ao mercado de ações.

[3] Trígono Verbier (ações livre), Trígono Flagship (small caps), Trígono Delphos Income (dividendos)

Além dos motivos já expressados acima, há três outros motivos pelo maior rendimento, ao longo do tempo, de empresas menores, as *small-caps*:

1. Empresas menores precisam de menos capital para crescer, menos dívida ou necessidade de acesso ao custoso mercado;

2. Como investidores, temos maior capacidade de influência e relevância nas empresas em que investimos e, com isto, maior facilidade de acesso aos seus executivos, conselheiros e acionistas controladores da empresa;

3. Empresas menores atuam, por definição, em mercados menos regulados e há, portanto, menor probabilidade de imposição de restrições de órgãos que controlam a concorrência e concentração de mercado;

4. Por fim, há maior possibilidade de evolução no nível de governança, trazendo mais liquidez, interesse de investidores e corretoras de valores, potencializando a valorização das ações.

Em 2018, a Trígono elegeu sete conselheiros independentes nas empresas em que investimos; executivos renomados, experientes e alinhados com nossas boas práticas. Então, vamos à pergunta do milhão: como encontrar as top-20 num universo de 113 empresas?

Usamos a ferramenta de EVA (*Economic Value Added*, ou Valor Econômico Adicionado) para não só encontrar e avaliar estes ativos, mas como forma de lapidagem através da introdução de seus preceitos a todos envolvidos. O EVA cria um alinhamento de interesses entre a empresa e seus colaboradores, controladores e sócios minoritários, como a Trígono. Foi justamente esse método que ensinamos a um grupo de alunos da Escola Graduada (Graded School), que recentemente participou de um campeonato mundial de finanças.

No final do ano passado, fui convidado, como ex-aluno da escola, para ser o mentor de uma competição mundial de alunos de ensino médio promovida pela Wharton School of Business, a KWHS. Foram 2.400 escolas participantes e divididas em 3 regiões: Índia, China e resto do mundo. Como a escola fica em São Paulo, competimos pela Região “resto do mundo”, juntamente com outras 800 escolas dos mais diversos países. Pedi ao meu sócio Werner, nosso diretor de investimentos para ensinar, ao grupo de alunos da Graded, como fazer nossa “garimpagem” de ações e como montar uma carteira de ações usando a metodologia empregada na Trígono, mas tendo empresas ao redor do mundo como universo de investimento. Além de ensinar a utilizar a ferramenta de EVA, ensinamos aos cinco jovens os preceitos de ESG, também usados no critério de seleção de empresas.

Em meados de março, fomos todos à Filadélfia para participar, junto com outros 11 finalistas, na final de nossa região. Nosso time, o EVA (neste caso o Eagles Value Added, em referência à águia, mascote da escola), ganhou a competição!

Não só pudemos ensinar as melhores ferramentas de gestão de negócios e avaliação de empresas ao time vencedor como, de certa forma, chancelamos nossa metodologia no *crème de la crème* da academia, a Wharton School of Business, da Universidade da Pensilvânia, escola que teve entres seus ex-alunos nada mais do Warren Buffet e Peter Lynch, ícones entre os mais renomados gestores de investimentos.

Aqui na Trígono ficamos muito felizes e orgulhosos com a conquista. Parabéns ao Breno, Guilhermo, Edmond, Felipe e João. Vocês merecem pela dedicação, humildade e garra. Que venham os indianos e chineses logo no início de maio na final global! Gostaria de aproveitar e agradecer imensamente ao meu sócio Werner e aos professores Oscar Malvessi e Eduardo Faingold pelo apoio como *advisors* desta competição. Malvessi, professor da FVG e membro do IBGC, pode ser considerado um dos maiores especialistas do Brasil em EVA - talvez o maior - e foi consultor na utilização desta preciosa ferramenta de gestão empresarial.

Ao nosso investidor os mais sinceros agradecimentos pela confiança. Estamos em uma jornada longa e frutífera com aqueles que nos acompanham e têm paciência para investir no longo prazo, talvez um dos principais atributos de um investidor e mais difícil de praticar.

Frederico B. Mesnik
CEO, Trígono Capital

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, mas podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.

TRÍGONO CAPITAL LTDA
WWW.TRIGONOCAPITAL.COM
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07
04711-130 - São Paulo – SP
Brasil

PALAVRA DO GESTOR

Prezado Investidor,

Esta é nossa primeira carta trimestral abrangendo os três fundos sob gestão da Trígono Capital. Como nosso objetivo é proporcionar um melhor entendimento da estratégia de nossos produtos, julgamos importante tecer uma breve retrospectiva da conjuntura internacional e local, já que fatores macroeconômicos afetam setores, câmbio e países. Embora a Trígono utilize o princípio conhecido como *bottom-up* (olhamos primeiro as empresas e, depois, os setores), não podemos desprezar o mundo que nos cerca, pois o mesmo também afeta os resultados das empresas e a dinâmica dos mercados em que estão inseridas. Uma vez entendido o que de mais importante ocorreu ou está ocorrendo, econômica e financeiramente, nos principais mercados e no Brasil, faremos comentários segregados dos fundos. Desta forma, traçaremos aos leitores e investidores nossa perspectiva estratégica dentro da característica de cada fundo. Também incluiremos um importante tema livre que, além de considerarmos interessante aos nossos leitores, poderá estar diretamente relacionado aos fundos ou à Trígono. A Carta sempre coincide com o encerramento dos trimestres e após a publicação dos resultados, podendo influenciar o comportamento das ações no mercado.

Desejamos uma boa leitura aos nossos leitores e prezados investidores.

Conjuntura Internacional

Destacamos três temas que dominaram as notícias e exerceram grande influência no comportamento dos mercados. Há pouco tempo atrás, a preocupação do mercado financeiro era a elevação nas taxas de juros pelo FED (Banco Central norte-americano), que acabou fortalecendo o dólar. No entanto, esta perspectiva foi perdendo força com os vários pronunciamentos de integrantes do FED e com os sinais de desaquecimento da economia norte-americana, ao mesmo tempo em que a inflação naquele país se manteve comportada. Desta forma, a perspectiva de elevação nas taxas de juros se inverteu. No final de março, pela primeira vez desde 2007, o T-note 10, título de 10 anos emitido pelo Tesouro Americano, passou a proporcionar rendimento inferior ao T-bill de 3 meses, título de curto prazo também emitido pelo Tesouro. Este comportamento é um fenômeno conhecido como “inversão da curva”, ou seja, a curva de remuneração dos títulos do Tesouro, que normalmente é inclinada para cima, inclina-se para baixo, mostrando que o mercado espera uma queda nas taxas de juros no longo prazo. Em várias ocorrências de recessão na economia norte-americana, esse fenômeno de inversão da curva foi um importante indicador precedente.

Concomitantemente ao comportamento da curva de juros nos EUA, o PIB norte-americano cresceu 2,9% em 2018, abaixo da meta anual de 3% estabelecida pelo presidente Trump e, o que é mais preocupante, a taxa anualizada do quarto trimestre foi de apenas 2,2%. Além disso, em março houve uma terceira revisão do crescimento do PIB do quarto trimestre pelo Departamento do Comércio, ficando abaixo da estimativa de fevereiro de 2,6%, sendo que, no terceiro trimestre, a economia havia crescido ao ritmo anualizado de 3,4%. Ao mesmo tempo, os lucros das empresas deixaram de crescer trimestralmente pela primeira vez nos últimos dois anos. Novos sinais de desaquecimento da economia já foram observados no primeiro trimestre de 2019, reforçando a perspectiva de manutenção das taxas de juros pelo FED, fator que tende a desvalorizar a moeda norte-americana. Acreditamos que estes sinais incomodam bastante ao presidente Trump, que criticou o FED pelo aumento das taxas de juros, ao mesmo tempo observa que uma de suas promessas de campanha, elevar o crescimento do PIB em até 4%, vai se tornando distante e improvável.

O segundo tema é a negociação do acordo comercial entre EUA e China. Da mesma forma em que o presidente Trump se defronta com uma tendência de menor crescimento do PIB, na China, o mesmo comportamento é observado. Assim, o governo chinês vem tentando impulsionar a economia através de várias medidas, incluindo investimentos em infraestrutura e estímulos ao consumo interno. O PIB chinês cresceu 6,6% em 2018, que embora seja um crescimento robusto, foi o menor índice de expansão desde 1990. Durante a reunião anual em março do Congresso Nacional do Povo, o parlamento chinês, o governo definiu como meta o crescimento do PIB entre 6% e 6,5% em 2019.

Coincidentemente, as duas principais economias mundiais reduziram seu crescimento após o presidente Trump impor aumento de impostos de importação a determinados produtos chineses. Acreditamos que tal fato tenha sido um catalisador para que ambos os governos se tornassem mais flexíveis nas negociações comerciais e propusessem concessões até então fora de discussão. Desta maneira, aumenta a percepção de que as negociações poderão fluir de forma mais tolerante por ambas as partes, reduzindo o risco de os dois gigantes econômicos entrarem em um danoso conflito comercial de maiores dimensões. O otimismo de tal perspectiva levou o índice S&P500, que mede o comportamento das 500 ações mais negociadas nos EUA e representa 80% do valor do mercado, a subir 1,8% em março, acumulando um ganho de 13,06% no primeiro trimestre de 2019, a despeito do enfraquecimento dos lucros e do PIB. Tal desempenho, o melhor de um único trimestre desde o terceiro trimestre de 2009, foi acompanhado pelos outros dois índices mais importantes de Wall Street: Dow Jones, que subiu 11,15%, e Nasdaq (de empresas de tecnologia), com 16,49%, respectivamente os melhores trimestres desde 2013 e 2012.

Do outro lado do mundo, o índice Shangai Composto (SSEC), que mede o comportamento das 300 ações mais importantes no mercado chinês, teve um comportamento análogo, mas mais forte, evoluindo 4,7% em março e 23,9% em 2019, o melhor trimestre desde o quarto trimestre de 2014. Além das negociações com o presidente Trump, o governo chinês anunciou que abrirá o mercado de serviços financeiros aos investidores estrangeiros, contribuindo para o otimismo no mercado acionário.

Resumindo, a despeito da desaceleração econômica das duas maiores potencias econômicas mundiais, os mercados acionários dos dois países parecem acreditar num desfecho favorável das negociações comerciais e antecipam tal expectativa.

O terceiro tema, o Brexit, embora menos importante para as bolsas de valores, é uma questão importante na União Europeia, pois criou um grande impasse e levou a várias tentativas da primeira ministra britânica, Theresa May, de viabilizar um plano de saída que satisfaça tanto o parlamento britânico quanto a União Europeia. Este tema tem sofrido inúmeras reviravoltas, sendo difícil prever o desfecho final, suas consequências econômicas e o comportamento do mercado financeiro, incluindo da moeda britânica e das bolsas de valores tanto de Londres quanto dos principais centros financeiros europeus.

Conjuntura Nacional

O grande tema é a reforma da Previdência Social e os percalços de natureza política, como o bate-boca entre o Presidente da República, Jair Bolsonaro, e Rodrigo Maia, presidente da Câmara dos Deputados. De um lado, Bolsonaro mostra-se fiel aos princípios de campanha, incluindo não negociar cargos em troca de apoio parlamentar às propostas do executivo; de outro lado, Maia acusa o presidente de não se envolver na defesa da reforma previdenciária e continuar sua campanha eleitoral através das redes sociais, esquecendo-se de governar. A prisão do ex-presidente Temer e de seu ex-ministro Moreira Franco colocou mais lenha na fogueira. Quando tudo parecia caminhar para um impasse e a radicalização de posições, com a Bovespa caindo quase 10% após bater na marca histórica de 100 mil pontos, a ida de Paulo Guedes ao Senado e a ameaça de renunciar ao cargo trouxe alguma luz. Na sabatina do Senado, Guedes explicou com clareza a absoluta necessidade da aprovação de seu projeto e as consequências negativas ao país e aos mercados financeiros caso a reforma não seja aprovada e não se obtenha o tal trilhão de economia aos cofres públicos em dez anos. Parece que a “ficha caiu”. Assustados, os parlamentares observaram o comportamento do câmbio e da bolsa de valores e, aparentemente, conscientizaram-se da necessidade de proceder com as reformas. Para ajudar seu “primeiro ministro”, Bolsonaro e Maia parecem ter feito as pazes, ainda que momentaneamente. O mercado reagirá a cada progresso ou dificuldade que surgir. Além das questões internas, acreditamos que a evolução das negociações comerciais entre EUA e China serão importantes na dinâmica dos mercados no mundo e, a reboque, no Brasil.

Enquanto a imprensa parece mais preocupada com as mensagens das redes socias de Bolsonaro e de seus filhos, um importante indicador recebeu pouco destaque da mídia. A taxa de desemprego, que é um dos principais reflexos de uma economia debilitada, trouxe uma boa notícia: a criação de 173 mil empregos com carteira assinada em fevereiro, melhor saldo deste mês desde 2014, acima das expectativas dos analistas e quase o triplo das vagas abertas no mesmo mês do ano anterior (61 mil vagas). Tal dado é um importante

indicador de aumento da confiança dos agentes econômicos e da recuperação da economia. Em relação à inflação, o IPCA-15 de março variou 0,54%, ante 0,10% em março de 2018 e 0,34% em fevereiro, elevando o índice acumulado em doze meses de 3,73% para 4,18%, mas dentro da meta de inflação de 4,25% estabelecida pelo Banco Central para 2019. O índice IGPM acelerou mais, atingindo 1,26% em março, acumulando 8,27% em doze meses. O componente que apura os preços no atacado e que representa 60% do IGPM subiu 1,67%, capturando em parte a valorização do dólar e o aumento dos preços agropecuários. Com o aumento da inflação, talvez também refletindo uma recuperação da economia, em linha com a criação de empregos, diminui a chance de o Banco Central reduzir a taxa SELIC de 6,50%, mantida em março após o novo presidente do BC, Roberto Campos Neto, participar de sua primeira reunião. A taxa SELIC, estável desde março de 2018, foi mantida pela sétima reunião consecutiva do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central. Na nossa opinião, a postura conservadora do BC é um entrave para uma recuperação mais rápida e vigorosa da economia. As justificativas para a não redução da SELIC passaram pelas incertezas relacionadas às eleições de outubro de 2018, instabilidade da economia mundial, dúvidas sobre as reformas, etc. Tal comportamento tem recebido diversas críticas, inclusive de um dos formuladores do Plano Real, André Lara Resende. A inflação sob controle e a economia pálida foram continuadamente relegados pelo COPOM.

Após valorização de 2,56% em fevereiro, o dólar valorizou-se 4,23% em relação ao Real (BRL) em março, com a moeda brasileira apresentando a segunda maior desvalorização no mundo, atrás apenas do Peso Argentino, que se desvalorizou em 10,6% no mesmo mês. Em março, no auge das discussões envolvendo Bolsonaro e Rodrigo Maia, o BRL chegou a ser cotado a BRL3,95/USD, mas acalmados os ânimos, o dólar fechou o mês cotado a BRL3,90/USD, acumulando desvalorização de 0,6% em 2019 e 17,2% nos últimos doze meses (PTAX, taxa de venda Banco Central).

Comportamento do Mercado

O fluxo de recursos de investidores estrangeiros reflete inúmeras variáveis, passando por um maior ou menor apetite por ações pela seguinte ordem: mercado mundial, mercados emergentes, mercados regionais e países. No caso do Brasil, estamos relacionados principalmente aos três últimos. Como comentamos anteriormente, de uma maneira geral, as ações tiveram um comportamento positivo no mercado mundial, com destaque para EUA e China, maiores economias mundiais, e a China com grande influência sobre o setor de commodities, já que é o maior consumidor mundial tanto de commodities de origem agropecuária quanto de origem mineral, e de hidrocarbonetos, como petróleo e petroquímicos, além de minério de ferro, aço, celulose, soja etc.

Diante de tantas variáveis de natureza global e interna, o fluxo de investimentos estrangeiros na Bovespa tem sido errático. Em 2018, houve fluxo negativo de BRL11,5 bilhões, devido principalmente às incertezas das eleições. Em janeiro de 2019, já com o novo presidente empossado, houve fluxo positivo de BRL1,5 bilhões. Em fevereiro, com desconfianças em relação ao rumo das reformas, o saldo foi negativo em BRL2,6 bilhões.

Em março, mesmo com idas e vindas políticas, houve saldo líquido positivo de BRL2,35 bilhões, acumulando saldo positivo de BRL1 bilhão no ano. Talvez o panorama positivo mundial tenha prevalecido ou a racionalidade voltada a vigorar.

No encerramento do trimestre em março, o índice Bovespa chegou a tocar na marca histórica de 100 mil pontos, refletindo, talvez, um cenário global mais positivo. Entretanto, o entrevero entre Bolsonaro e Rodrigo Maia causou apreensão geral no mercado financeiro e o índice regrediu 8% entre o dia 18 e 27, chegando a 91.900 pontos. Como comentamos anteriormente, após o cachimbo da paz aceso entre Bolsonaro e Maia e a ida de Paulo Guedes ao Senado, o mercado retoma o otimismo e o mês fecha em 95.415 pontos, ligeira queda de 0,18%, mas que em dólar representou queda de 4,4% devido à desvalorização do BRL.

Desempenho e Estratégia dos Fundos Trígono Capital

Trigono Verbier – Carteira Livre

O Fundo Trígono Verbier apresentou desvalorização de 2,0% em março, ante -0,2% da Bovespa, acumulando ganho de 9,8% no ano e 32,2% em doze meses, comparado a 8,6% e 11,8%, respectivamente, do índice Bovespa. Tal comportamento deve-se à posição na Ferbasa, que contribuiu negativamente com 4,4%, e que explicaremos ao final desta carta. Excluindo-se esta posição (ou sua neutralidade) o Fundo teria um desempenho positivo de 2,4%.

O Fundo Verbier possui concentração de 48,5% em empresas produtoras de commodities, incluindo Ferbasa, cujos preços de seus produtos são bastante influenciados pela China e pelo câmbio. O segmento industrial tem a segunda maior concentração (46,8%), ligado direta ou indiretamente às autopeças e ao setor automotivo pesado (caminhões e ônibus, tratores e *off-road*). Seu desempenho possui forte influência do crescimento do PIB, agronegócio, investimentos em infraestrutura e exportações. A taxa de juros também é um fator importante, pois investimentos em bens de capital, como é o caso deste segmento, dependem da oferta de crédito de longo prazo, taxas de juros baixas e confiança dos empresários. As demais participações estão ligadas ao agronegócio (1,7%) e a concessão no setor elétrico (3%), no segmento de geração.

Em relação às empresas de commodities, houve alta recente nos preços internacionais, que deverão manter esta tendência, em razão de problemas na produção que afetam a oferta dos produtos em um cenário de boa demanda. O grupo de empresas ligadas ao setor industrial está se beneficiando da forte recuperação no mercado interno e de uma conjuntura internacional favorável, sobretudo na América do Norte, principal mercado externo destas empresas. No primeiro trimestre de 2019, mesmo com a economia em ritmo lento e muitas decisões de investimentos aguardando o andamento das reformas, as vendas de caminhões e ônibus no Brasil cresceram 51% em relação a 2018.

No quadro a seguir, ilustramos resumidamente os resultados de quatro das principais empresas que compõem o Fundo Trígono Verbier, sendo duas ligadas ao segmento de commodities (Ferbasa e Cristal), e duas ao setor industrial:

BRL milhoes				Resumo dos Resultados 2017/18			
Ferbasa	2017	2018	/\	Cristal	2017	2018	/\
Receitas	1,109	1,310	18.1%	Receitas	568	636	12.0%
Lucro liquido	270	309	14.4%	Lucro liquido	78	156	100.0%
Dividendos	90	97	7.8%	Dividendos	12	99	725.0%
Valor de Mercado	1,784	1,806	1.2%	Valor de Mercado	364	812	123.1%
Schulz	2017	2018	/\	Tupy	2017	2018	/\
Receitas	687	947	37.8%	Receitas	3,706	4,828	30.3%
Lucro liquido	40	70	75.0%	Lucro liquido	153	272	77.8%
Dividendos	10	18	80.0%	Dividendos	200	163	-18.5%
Valor de Mercado	552	841	52.4%	Valor de Mercado	2,631	2,905	10.4%

Destacamos o forte crescimento nos lucros da Cristal, Schulz e Tupy, entre 75% e 100%. No entanto, exceto a Cristal, o preço das ações e o valor das empresas não acompanharam tal desempenho. No caso da Ferbasa, o valor da empresa ficou praticamente estável, embora o lucro tenha crescido mais de 14%. Acreditamos que estas quatro empresas deverão apresentar bom desempenho em 2019. Tal expectativa deverá ser confirmada com a divulgação dos resultados trimestrais. Neste caso, os preços das ações deverão reagir positivamente. Exceto a Schulz, que está concluindo uma expansão na capacidade de produção, portanto, limitando os dividendos, as demais empresas pagam bons dividendos, os quais devem aumentar em 2019, sendo este um fator importante no processo de seleção das ações que compõem os fundos geridos pela Trígono.

Trigono Flagship – Small Caps

Em março, o Fundo Trígono Flagship apresentou desvalorização de 1,86%, comparado a ganho de 0,10% do Índice SMLL, acumulando ganho de 8,04% no ano e 24,27% desde seu início em 24 de abril de 2018. Neste período, o índice SMLL apresentou variação positiva de 7,53% e 10,2%, respectivamente. Tal comportamento negativo do Fundo no mês deve-se à posição da Ferbasa, que contribuiu negativamente em 2,6%, e que explicaremos na última sessão desta carta. Excluindo-se esta posição (ou sua neutralidade), o Fundo teria apresentado desempenho positivo de 0,8%.

O Fundo Flagship possui concentração de 41,5% em empresas industriais ligadas principalmente ao setor de autopeças e automotivo pesado (caminhões e ônibus, tratores e *off-road*), cujo desempenho está associado principalmente ao crescimento do PIB, exportações, agronegócio e desempenho de subsidiárias no exterior. A queda nas taxas de juros também é um fator importante, pois investimentos em bens de capital, como é o

caso deste segmento, dependem da oferta de crédito a longo prazo, taxas de juros baixas e confiança dos empresários para realizar investimentos. No primeiro trimestre de 2019, as vendas de caminhões e ônibus no Brasil apresentaram crescimento de 51% em relação a 2018. Tal desempenho é ainda mais relevante quando se considera que a economia ainda está com baixo crescimento e empresários aguardam o andamento das reformas antes de proceder com investimentos em bens de capital, como é o caso dos veículos pesados. Este setor contribuiu positivamente com 0,26% no desempenho do Fundo. O segundo segmento de maior concentração é relacionado a commodities, com 31,3%, sendo 2/3 ligados à mineração e à metalurgia, e 1/3 ao setor químico; no agregado, o segmento contribuiu negativamente com 2,1%, sendo a Ferbasa a maior responsável por esse desempenho (vide comentário no final desta Carta). Este setor tem seus preços bastante influenciados pela China e pelo câmbio. O terceiro setor de maior peso, com 12% da carteira e contribuição neutra, está ligado à logística, que a exemplo do setor industrial depende do PIB, mas a empresa investida vem apresentando crescimento razoável nas receitas (11% em 2018) e forte expansão no lucro líquido, indo de BRL17 milhões em 2017 para BRL189 milhões em 2018. As demais participações estão diversificadas entre construção (6%), agronegócio (4,3%) e concessão no setor elétrico (4,5%), no segmento de geração, sendo que, em conjunto, tiveram contribuição neutra para o Fundo.

Trigono Delphos Income - Dividendos

Tendo iniciado, em abril de 2018, como fundo da categoria Carteira Livre com o nome Trígono Valor, em 13 de março de 2019 alteramos sua categoria para Dividendos e o nome para Delphos Income. Com esta mudança de categoria praticamente na metade do mês, o comentário sobre desempenho fica prejudicado, já que mescla dois índices e houve reconfiguração da carteira, pois agora é focada em empresas que proporcionam, ou deverão proporcionar, elevada distribuição de dividendos em relação ao seu valor de mercado. Nosso objetivo é compor uma carteira cujo *yield* (dividendos futuros dividido pelo valor atual de mercado) seja superior ao CDI, sendo que o fluxo de dividendos será reinvestido na carteira ou utilizado na compra de novos papéis.

Diferentemente de alguns fundos que buscam apenas empresas que possuem histórico de grande distribuição de dividendos, também temos como objetivo buscar empresas que estejam mal precificadas e que, potencialmente, poderão exibir elevada valorização de suas ações. Não temos nenhum viés de tamanho ou setor, mas buscamos respeitar os limites de liquidez de forma a enquadrar a carteira dentro do prazo de resgate de trinta dias.

A distribuição setorial tem certa relação com os demais fundos sob gestão da Trígono, mas menos concentrada e com participação mais relevante do segmento de concessões (geração de energia e saneamento), com 15,4%; químico (11%), mas com duas empresas distintas e com dinâmica de negócios e mercados bastante diferentes; papel e celulose (6,9%); consumo (5,2%) e diversos (3,1%). O setor industrial também é o que apresenta maior exposição (28,6%), mas, em comparação a outros fundos da Trígono, há a inclusão de uma

empresa de maior porte; por fim, as empresas do setor de mineração e metalurgia (17,6%) coincidem com as dos demais fundos, já que essas empresas possuem atributos adequados de valor, dividendos e liquidez para o fundo Trígono Delphos Income.

De maneira geral, as empresas que compõem o Fundo são maduras ou terminaram projetos de crescimento, portanto, têm grande capacidade de gerar caixa livre para os acionistas. Além disso, os setores nos quais estão inseridas estão passando por uma dinâmica que permite crescimento nos lucros via maior receita, maior eficiência e elevação de preços. Outra característica é que são empresas líderes ou que estão em mercados onde há forte barreira de entrada de concorrentes, o que confere posição confortável de mercado e, ao passo que a economia se recupera, naturalmente ocorre aumento nos preços, o que também beneficia as empresas do fundo que exportam ou atuam no exterior através de subsidiárias.

Caso Ferbasa

Incluímos nesta carta o Caso Ferbasa, pois temos posição relevante da Ferbasa em nossos fundos e a empresa causou a maior contribuição negativa em todas as carteiras. Antes de relatar o fato que causou queda de 19,1% em suas ações em março, faremos breve descrição da empresa e de suas perspectivas, justificando nosso otimismo em relação à mesma.

Em 1961, o engenheiro José Corgosinho de Carvalho Filho fundou a Ferbasa, já como empresa de capital aberto listada em bolsa de valores. Em 1975, José Carvalho, empresário e visionário, doou 94% de suas ações para a Fundação José de Carvalho-FJC, a qual passou a controlar 50,1% do capital total da empresa, próxima a participação atual na companhia de 50,3%. A FJC é uma entidade filantrópica que atua no interior da Bahia e que visa a proporcionar educação de qualidade e inclusão social a crianças carentes. Utilizando dividendos recebidos da Ferbasa, a FJC montou uma rede com seis escolas, atende mais de 5.000 educandos e proporciona mais de 650 empregos diretos na região. Nos últimos 10 anos, a Fundação investiu BRL250 milhões em educação, sendo que atualmente, o orçamento anual da FJC é de BRL35 milhões. Também em 1975, Dr. Carvalho como era conhecido, instituiu a distribuição de resultados aos funcionários que, pelo estatuto social da empresa, participam em até 10% do lucro anual, mas limitados a 5 salários; ou seja, uma pioneira no compartilhamento de lucros com seus colaboradores, evidenciando o caráter visionário de seu fundador. José de Carvalho, nasceu em Minas Gerais em família humilde, estudou através de bolsas de estudos, e formou-se em três cursos de engenharia (minas, metalurgia e civil) em Ouro Preto. Como gratidão, e em benefício da sociedade, ele criou a FJC, sendo a Ferbasa o meio de sustentar este projeto de vida e socializar metade dos lucros da Ferbasa através dos dividendos que sustentam a Fundação. Também um dos seus objetivos era que outras empresas seguissem o exemplo da Ferbasa. José de Carvalho faleceu em 2015, aos 84 anos, vivendo humildemente e praticamente sem bens, inclusive não mais possuindo as ações da Ferbasa.

A empresa é a maior produtora de ferro-ligas do Brasil, sendo o ferro-cromo-FeCr o principal produto, que representa 60% das receitas, seguido por ferro-silício-FeSi, com 35%, e outros produtos e minérios com 5%. O FeCr, matéria prima insubstituível do aço inoxidável, confere a propriedade anticorrosiva deste aço. O FeSi é utilizado na produção de todos os tipos de aço planos e longos (aço comum), principalmente o aço tipo carbono, que tem grande espectro de aplicações. Enquanto o consumo mundial do aço inox cresce anualmente à razão de 5% a 6%, no aço carbono o crescimento é de 2,5% a 3%, ou seja, metade. A Ferbasa é a única produtora de FeCr nas Américas que possui minas de cromo, as quais são suficientes para mais de 80 anos de produção. No caso do FeSi, além de quartzo produzido em minas próprias, a Ferbasa utiliza carvão vegetal (bioredutor) produzido em suas florestas de eucaliptos com mais de 25 mil ha plantados em mais de 64 mil ha de áreas próprias. A China, que produz cerca de 75% do FeSi do mundo, sendo a maior consumidora e exportadora, utiliza carvão mineral ao invés de bioredutor. Desta forma, causa grande emissão de CO2 na atmosfera (3 ton de CO2 por ton de FeSi produzido), enquanto que as florestas da Ferbasa capturam CO2, contribuindo para reduzir o efeito estufa causado pelo CO2. A energia elétrica utilizada na China é produzida principalmente através de termoelétricas a carvão, enquanto a Ferbasa usa energia hidroelétrica e eólica. Depois de minérios e carvão, a energia elétrica representa um dos principais custos, pois a eletricidade é essencial na produção das ligas. Seu fornecimento é suprido pela CHESF (70%), através de contrato até 2034, e pelo mercado livre (30%). Em 2018, a Ferbasa investiu BRL490 milhões na aquisição de um parque eólico equivalente a 1/3 de suas necessidades de energia elétrica e que, no futuro, será utilizado pela empresa. A estratégia é continuar investindo em energia eólica até atingir 70% de suas necessidades ao fim do contrato com a CHESF, substituindo, dessa forma, a compra da energia elétrica pela produção própria ao custo equivalente a 50% do preço pago atualmente à CHESF.

Em vista da necessidade de prover dividendos para manter e perpetuar a FJC, a Ferbasa é gerida com grande conservadorismo e não apresentou prejuízo nos últimos vinte anos. Em 2017, antes da aquisição do parque eólico, possuía posição líquida de caixa de BRL475 milhões. Em 2018, a Ferbasa, empresa holding, sem considerar a subsidiária BW, que representa o parque eólico de 180 MW de capacidade, possuía uma posição de BRL320 milhões de caixa.

Olhando para o futuro, além de investir em energia própria e limpa, a empresa está investindo em tecnologia e utiliza o que há de mais moderno no mundo em equipamentos de mineração, como máquinas de raio-X norueguesas e alemãs, visando aumentar a recuperação de minérios extraídos das minas e reduzir rejeitos. Tais investimentos vão levar ao aumento gradual de 50% na produção anual de minério de cromo nos próximos três anos, assim como promover forte redução nos custos e, ademais, gerar grande excedente de minério que será exportado principalmente para a China. Ao mesmo tempo que aumenta a produção e melhora sua eficiência, os preços do minério de cromo e FeCr estão subindo devido a problemas energéticos na África do Sul, maior exportador mundial de FeCr. A China, maior importadora e produtora mundial de FeCr (sem possuir minério), também está sofrendo restrições na produção, devido a questões ambientais, e depende de minério 100% importado. O FeCr tem como produto final a produção de aço inox, sendo este o

principal catalisador do mercado de cromo no longo prazo. A título de comparação, o Brasil possui um consumo per capita de aço inox de menos de 2 kg anuais, enquanto na China o consumo está acima de 8 kg e cresce mais de 10% anualmente. O aço inox representa mais de 90% do consumo de FeCr e será o grande fator de demanda e, potencialmente, de aumento de preços.

As ações da Ferbasa proporcionam pagamento de dividendos próximo a 6% de seu valor e são negociadas por menos de 6 vezes o lucro líquido reportado em 2018, cerca de metade do valor das ações que compõe o índice Bovespa, que são negociadas em aproximadamente 13 vezes o lucro líquido. Nos últimos 10 anos, suas ações tiveram valorização de 706% (23% ao ano), comparada a 145% da Vale (que também fornece minério para o setor siderúrgico) e 154% do índice Bovespa. Acreditamos que, nos próximos 10 anos, a Ferbasa será uma empresa melhor e mais competitiva do que foi nos últimos 10 anos, sendo o uso de tecnologia e a expansão das minas de cromo dois fatores de grande relevância, além dos investimentos em energia eólica e de importantes ganhos de eficiência e produtividade em suas diversas operações.

Mas com esta história e cenário positivos, e com a ação já bastante descontada em relação ao valor que consideramos justo, o que causou a queda nas ações de quase 20% em março?

Ao reportar seus resultados no dia 7 de março, os demonstrativos financeiros foram complementados com o "Release de Resultados". Além das informações contábeis do balanço anual, o Release reporta outras informações utilizadas pelos investidores, como dados operacionais, detalhes das receitas e informações de natureza gerencial. No entanto, um dos dados gerencias, denominado EBITDA, sigla abreviada em inglês que, traduzida, é o Lucro Antes do Imposto de Renda, Despesas Financeiras e Depreciação e Amortização (estas duas últimas contas não representam saída de caixa, sendo meramente contábeis), foi calculado de forma equivocada, subtraindo-se as despesas financeiras ao invés de somá-las, provocando a apresentação de um EBITDA de apenas BRL3 milhões no quarto trimestre de 2018, comparado a BRL78 milhões no 4T17, ao invés de BRL54 milhões, que é o dado correto. Os comentários dos analistas que seguem a empresa foram baseados no dado incorreto e o reflexo foi uma venda maciça das ações no dia seguinte da divulgação dos resultados, provocando uma queda no preço da ação de BRL26,85 no dia 7 para R$23,50 no dia 8 (-12,5%), e quedas contínuas para BRL21,71 no 29 de março, ou -19,1%. No dia 8 foram negociados BRL28 milhões, comparado a uma média diária inferior a BRL5 milhões, e acumulando BRL50 milhões nos 4 dias após a divulgação dos resultados.

Em 2018, o EBITDA cresceu 33%, de BRL321 milhões em 2017 para BRL426 milhões, longe de ser um mal resultado, enquanto o lucro líquido aumentou de BRL270 milhões para BRL309 milhões. Ademais, o número de BRL54 milhões no 4T18 está impactado por várias despesas não recorrentes e adicionais, como despesas de fundo de pensão e plano saúde, entre outras que, na nossa avaliação, atingiram BRL30 milhões. Apesar da empresa ter corrigido as informações em seu site e tê-las enviado para a CVM e a Bovespa, houve pouca transparência, além da não republicação no jornal O Estado de S. Paulo, onde o balanço foi publicado no dia

11 de março. Em nossa opinião, esta foi a principal razão da forte queda das ações. Sem uma adequada cobertura pelo mercado, e, tratando-se de *small caps*, tal fato não é incomum, as ações da Ferbasa caíram quase 20% sem nenhum fato econômico que justificasse tal queda além da falha no reporte e nos procedimentos de comunicação para corrigi-la. Com a publicação dos resultados do primeiro trimestre de 2019, no dia 15 de maio, acreditamos que o mercado perceberá com mais clareza que, de fato, os resultados da empresa e suas perspectivas continuam sólidas. Para nós, houve um problema comunicação e ação corretiva, levando a ação a estar pelo menos 25% mais descontada em relação à data da publicação do balanço anual. É interessante comparar o caso da Ferbasa com o da Vale, cujas ações se valorizaram 8% em março e 20% desde o *day after* da tragédia em Brumadinho, movimento este explicado pela alta nos preços do minério de ferro, fato que rapidamente precificou as ações.

Para finalizar, a Ferbasa possui 05 barragens de rejeitos, todas com construção a jusante, de altura máxima inferior a 15 metros de altura, numa região plana, portanto de baixo risco, e sem qualquer comunidade nos arredores, muito diferente da Vale e de inúmeras mineradoras do Brasil e do mundo.

Uma vez mais agradecemos a confiança.

Atenciosamente,
Werner Mueller Roger
Diretor de Investimentos e Gestor da Trígono Capital

O objetivo desta carta é divulgar informações e não tem o propósito de ofertar a venda dos fundos sob gestão da Trígono Capital. Esta carta expressa opiniões da Trígono Capital até a presente data, mas podem mudar futuramente, sem obrigação de aviso prévio a qualquer momento. Rentabilidades passadas não representam garantia de rentabilidades futuras. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito. Os investidores devem ler o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos antes de investir.

TRÍGONO CAPITAL LTDA
WWW.TRIGONOCAPITAL.COM
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07
04711-130 - São Paulo – SP
BrasiL