

Edição N.º18

# RESENHA MENSAL

JANEIRO | 2021

  
Trigono  
CAPITAL

## Entre mortos e feridos, salvaram-se todos? Na Trígono, sim.

Prezados investidores,

Inicialmente, àqueles que já navegavam conosco nesta longa jornada, que até aqui enfrentaram e atravessaram tempestades e resistiram ao canto da sereia do *market timing*, agradecemos a confiança em nossa gestão. Aos que recentemente embarcaram numa nova jornada em nossa companhia, estendemos igualmente nossos agradecimentos. Os resultados de nossos fundos mostram que tanto aqueles que não desembarcaram para tentar um caminho mais rápido quanto os que embarcaram, apesar dos tempos incertos, fizeram a escolha certa. Mais um ano se inicia, icemos velas e âncoras, pois, como diria Fernando Pessoa, navegar é preciso, viver não é preciso. O sentido do verso é outro – veja o final da resenha – mas pelo valor de face, cabe aqui.

Mas antes que prossigamos, o título desta resenha merece um comentário, talvez uma explicação. Para isso, peço licença e alguma paciência ao prezado leitor.

Vivemos em tempos em que percepção, se não é tudo, desempenha um papel de bastante (bastante!) peso. E os tempos são de pandemia de covid-19. No momento em que este texto está sendo escrito, já se contam entre os brasileiros quase 203 mil mortos e 8,1 milhões de infectados, por uma doença que, no mundo, já vitimou quase 2 milhões de pessoas, infectou cerca de 90 milhões (os números são da Organização Mundial da Saúde) e desafia controles e os melhores esforços de cientistas, médicos, enfermeiros, governos. Quando o leitor chegar a este ponto, estes números já terão sido superados na ordem de alguns (muitos?) milhares.

Sabemos também que entre nossos leitores e investidores talvez se encontrem alguns que possam ter sofrido a trágica e irreparável perda de um ente querido ou pessoa próxima para a covid-19, ou que talvez estejam lidando, eles próprios, com sequelas por ela deixadas.

Portanto, se a alguém o título desta resenha de algum modo soa frio, ou de qualquer forma inadequado, desde já ficam aqui manifestas as nossas sinceras desculpas. Manifesto ainda os sentimentos de todos nós na Trígono às famílias enlutadas ou que sofreram consequências danosas relacionadas. Nunca estive nas intenções deste autor minimizar ou sequer sugerir que a tragédia imposta pela pandemia teria menos peso. Muito ao contrário.

O título em questão é um provérbio, bastante conhecido e usado por nós brasileiros. Como é o caso de tantos provérbios, a origem deste é difícil de retrair – há referências que tanto a colocam em Portugal na primeira metade do século 19 quanto que a encontram entre os discursos de Winston Churchill. Improvável como possa ser, outra possibilidade é que ele derive de uma versão portuguesa (e a origem desta deixamos aos linguistas e historiadores a tarefa de encontrar): “Entre mortos e feridos, alguém há de escapar”. O sentido, nesta versão lusitana, pode ser simplesmente o de face: de tragédias ou acidentes, alguns de fato conseguem sair

ilesos. Pode haver, claro, interpretações mais profundas, mas então entraríamos na seara da semiótica\*, e aí estaríamos nós, navegando, a muitas milhas náuticas de nossas praias. Melhor não arriscar. Mas vejam outra versão, a que nos parece mais correta no final desta resenha.

Trazendo-o, no entanto, para a praia dos investimentos (e aqui, com o perdão do autoelogio, nadamos de bráçada, ou talvez com pés de pato – meu caso), o provérbio, acreditamos, pode ser aplicado ao comportamento dos investidores no ano que passou, tantas foram as incertezas e as decisões difíceis a tomar. Todos sabem que o comportamento define as principais decisões, e inclusive irracionais em se tratando de investimentos.

Nas resenhas de dezembro de 2019 e janeiro de 2020 (de um ano atrás, portanto) falamos das incertezas, dos riscos e das oportunidades. Em dezembro de 2019, a covid ainda não era tema. Casualidade ou intuição, naquele texto descrevemos a situação de pânico de mercado em outubro de 2008 – o tradicional banco de investimentos Lehman Brothers havia quebrado em 15 de setembro. À ocasião, este ingênuo gestor (ingênuo, explico, em relação à expectativa do comportamento dos investidores, por mais sofisticados que aparentem ser) escreveu uma carta, intitulada *Por trás do pânico, surge uma oportunidade*, dirigida principalmente a investidores europeus. Tratava-se de um texto preparatório para um *road-show* de duas semanas em Londres, Paris, Amsterdã, Zurique e Genebra, tentando convencê-los a investir em nosso fundo *small caps*. Ledo engano (para quem se interessar, segue o *link* para a resenha de dezembro em sua parte final).

Janeiro de 2020, pandemia já nos primeiros acordes, novamente eis minha intuição se fazendo notar. A resenha daquele mês de certa forma já buscava preparar nossos investidores: usei o ideograma chinês para risco e oportunidade. Escrevemos então: *“Uma vez mais, o ideograma abaixo reflete a situação atual”* – e logo após a imagem do ideograma, encerramos com: *“O pânico e seus efeitos podem ser maiores do que aquilo que os causa”*. De fato: o pânico instalou-se e as bolsas despencaram. Abriu-se uma grande oportunidade e elas se recuperaram ao longo do ano. Mas poucos foram os que a aproveitaram.

Em suma, o que quisemos expressar com o título desta resenha foi: atitudes precipitadas causam situações ainda piores, e mesmo para situações difíceis há solução. Reforço: nas ocasiões de incerteza, surgem grandes oportunidades. Não sabemos o que nos aguarda, a situação atual ainda é de muitas incertezas. Mas oportunidades irão surgir. Alguns as celebrarão. Muitos lamentarão, mais uma vez, tê-las perdido.

Retomando...

Particularmente, acreditamos que os desempenhos de nossos fundos poderiam ter sido ainda melhores, devido à qualidade das empresas investidas e aos resultados referentes ao 4T20 e a todo 2020 (como explicamos na resenha de dezembro, segunda parte). Mas é o mercado quem determina os preços das ações. Ele geralmente está atrasado ou, como costume dizer, cochilando: só acordará quando soarem as trombetas dos balanços de 2020 a serem divulgados neste 1º trimestre. E no 2º trimestre de 2021, as trombetas anunciarão os resultados do 1T21 de muitas de nossas empresas investidas ainda mais fortes, seguidos de dividendos a serem aprovados nas assembleias ordinárias anuais.

De nossa parte, apenas apuramos o valor das empresas. Especialmente ao analisarmos os fundamentos delas e as perspectivas de negócios e dos mercados em que atuam, ficamos otimistas quanto a 2021. Covid-19, vacinação, *lockdowns* etc. são as incertezas, mas o retorno do investimento é proporcional ao risco. Se o risco é baixo ou inexistente, portanto...



A relação risco versus retorno de nossos fundos mostra-se favorável aos investidores, e quanto maior o prazo, mais evidente a vantagem será.

Ainda voltando à carta de outubro de 2008: lá, reportei que em 30 de maio o índice Ibovespa havia atingido seu pico em dólar, aos 44.551 pontos. Avançando para 30 de dezembro de 2019: chegou a 28.691 pontos. Em 2020, nesta última data: 22.911 pontos. Ou seja: para voltar ao pico atingido em 2008, o Ibov precisa subir 94,5% em dólar (ou 25,2% comparado há um ano). Para o investidor estrangeiro, o Brasil está ainda bastante descontado, principalmente pelo efeito câmbio, e a B3, pelo índice Ibovespa, foi a bolsa que mais que caiu em dólar no ano passado. Já ao investidor local lembramos a queda da taxa Selic, de 5,5% em dezembro de 2019 para 2% desde agosto do ano passado, contra os estratosféricos 13,75% que vigoraram entre agosto e novembro de 2008. Foi o período de maior *stress* no mercado (quando tentei passar o chapéu junto aos investidores estrangeiros). Em valor nominal, o Ibovespa recuou dos 73.517 pontos em 20 de maio de 2008 (recorde histórico até então) para 29.435 pontos (-60%) em 27 de outubro do mesmo ano, 13.073 pontos, queda de 70,7% do pico em dólar.

Para o investidor estrangeiro, a baixa nas taxas de juros significa estímulo para repatriação ou remessa de recursos que estavam e estão em renda fixa para outros mercados, pressionando o câmbio. Já para o local, faz toda a diferença para levá-lo a buscar investimentos de maiores retorno e risco.



Não nos parece que a situação política e econômica do Brasil em 2008 antes da crise era melhor que a atual. Não só pelas crenças e ações do partido que governava o Brasil (e o governaria por mais oito anos ainda), mas pelas perspectivas atuais de que reformas e medidas econômicas sejam levadas a cabo (a depender, claro, de o Poder Legislativo jogar a favor, deixando de lado interesses políticos partidários de curto prazo).

Este, para nossa sorte, não é um ano eleitoral, e as vacinas poderão trazer alento à economia. A retomada da atividade significa também maior arrecadação de impostos, dando uma necessária folga às contas públicas. Estes são fatores bons, mas apenas acessórios: para que os rumos da bolsa sejam decididos, é necessário manter as taxas de juros baixas, além de aumentar o apetite de investidores estrangeiros e locais por risco. Não custa lembrar que a Selic, hoje em 2%, entre maio e junho de 2008 estava em 11,75%, e a taxa de juros e o crescimento do PIB são dois elementos de grande importância para investidores decidirem alocar seu capital em renda variável.

Destacamos a atuação do Banco Central, com a qual concordamos plenamente. O desempenho de seu presidente, Roberto Campos Neto, mereceu cumprimentos não só nossos como da revista britânica *The Banker*, a mais prestigiosa do mundo sobre o setor bancário, que o considerou o Banqueiro Central de 2020. A publicação também é ligada ao grupo *Financial Times*, bastante crítico ao governo Bolsonaro – o que só torna a indicação ainda mais importante. A revista elogia as várias medidas para reduzir os impactos da covid-19 na

economia, que, óbvio, deve sofrer retração, mas em nada semelhante aos prognósticos de terra arrasada feitos por alguns dos principais economistas do país e de importantes instituições econômicas e financeiras internacionais. E por nossa mídia, que parece torcer para o Brasil entrar num redemoinho gigante, rumo ao fundo do mar.

Falando em PIB, na parte final desta resenha analisamos o Grupo Simpar, complementando a segunda parte da resenha de dezembro (Simpar e Movidia são parte importante de nossos fundos). Estamos bastante otimistas com seu desempenho, num cenário de retomada de crescimento do PIB, e com 100% de suas receitas gerados no mercado local, em contraposição à nossa estratégia de exposição a empresas com receitas relacionadas a moeda estrangeira (vide seção estratégia mais adiante). Isso funciona até como *hedge* para algumas empresas relacionadas ao câmbio. Um *hedge* do nosso próprio *hedge*.

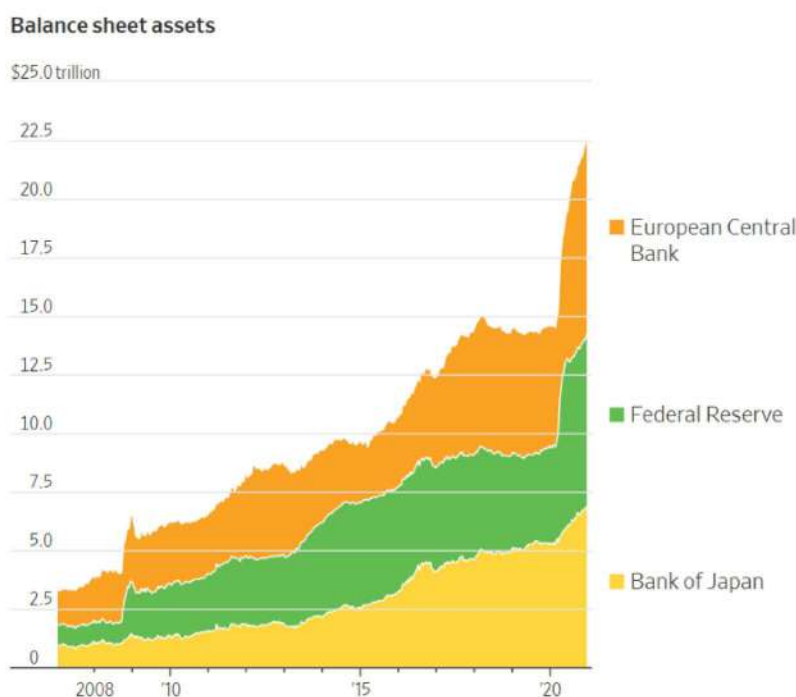
## CONJUNTURA INTERNACIONAL

Para melhor atender ao interesse de nossos investidores de se manterem informados sobre o que acontece na seara econômica mundial, vamos buscar uma conexão entre o que se passa na realidade e nossa estratégia de investimentos. Com isso, esperamos facilitar o entendimento das perspectivas de nossos fundos, dentro da economia real.

Por isso, e até por ser esta a primeira resenha do ano, nos estenderemos um pouco mais a respeito da conjuntura. Isso se justifica porque muitas mudanças estão a caminho e, do modo como vemos, transparência no trato com nossos investidores nunca será excessiva. Ao contrário: onde houver opacidade, que levemos a transparência, cada vez mais. Recomendamos a leitura da íntegra da resenha, que deixará claros o entendimento e os racionais.

O ano de 2021 começou com a continuação da política monetária expansiva de 2020, ano em que houve uma expansão jamais vista de ativos em poder dos bancos centrais (vide imagem abaixo). A expectativa é de que o ritmo dos balanços dos BCs diminua ao longo deste ano, sem, no entanto, deixar de ser expansionista: afinal, os efeitos da pandemia continuam a reverberar.

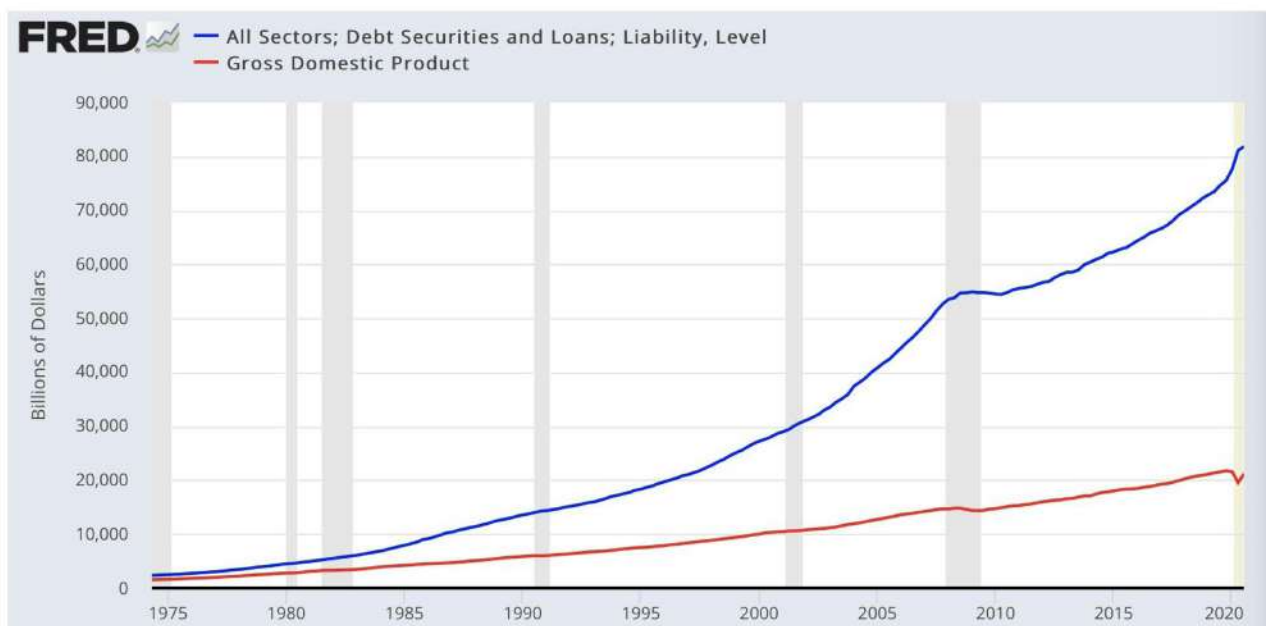
De forma geral, espera-se uma estabilidade nos juros globais, mesmo que a recuperação da atividade econômica e dos preços das *commodities* (incluindo petróleo) leve a uma alta moderada da inflação. Agora, em que momento passaremos a ver essa alta de juros, aí está um ponto a se prestar bastante atenção. Afinal, a economia global tem adotado um modelo de crescimento fortemente baseado em crédito nos últimos anos.



Fonte: FactSet

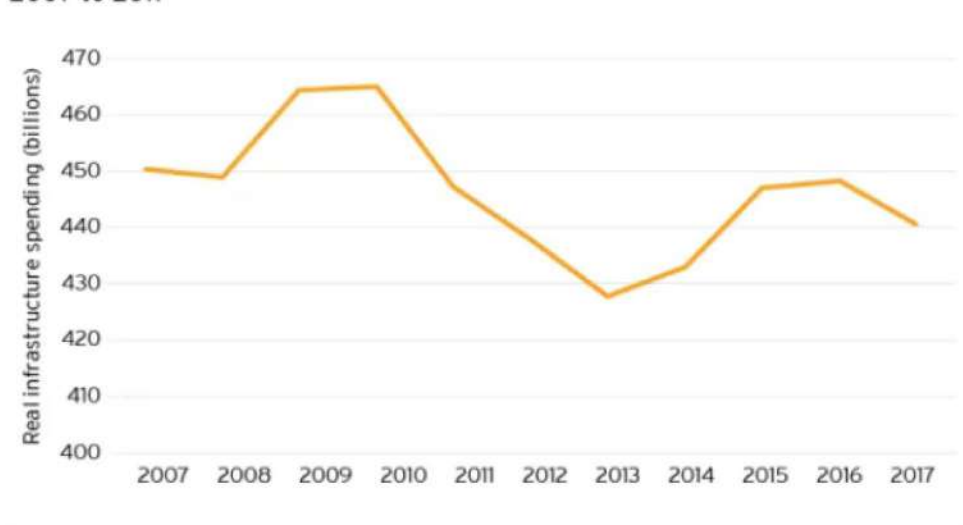
A novidade para 2021 pode ocorrer no campo dos estímulos fiscais a projetos de infraestrutura – principalmente nos EUA, mas também na China e em outras regiões. Isso poderá reforçar o cenário de demanda por *commodities*, em especial de origem mineral, e por energia. Aliás, o minério de ferro e o de cobre já se encontram em níveis recordes e o petróleo vem recuperando-se aos poucos – a Arábia Saudita já deu sua contribuição, ao anunciar cortes da produção.

Ao longo das últimas duas décadas, a infraestrutura dos EUA tem-se deteriorado e perdido a posição de destaque entre outros países desenvolvidos. Ao mesmo tempo, o avanço do endividamento supera em muito o do PIB e o dos investimentos. Isso é muito ruim: a sociedade que paga cada vez mais impostos para financiar a dívida pública recebe de volta, em geral, aeroportos saturados, rodovias e ferrovias deterioradas, péssimos serviços públicos, congestionamentos etc.



O projeto de governo de Joseph Biden prevê investimentos de U\$ 2 trilhões em infraestrutura com viés sustentável, além de incentivos a energias limpas e renováveis, nisso se contrapondo fortemente ao governo Trump, que até abandonou o Pacto de Paris. A imagem a seguir evidencia redução dos investimentos do governo norte-americano em infraestrutura, levando a uma deterioração generalizada dos serviços.

**United States public infrastructure spending (in billions of 2017 dollars) 2007 to 2017**



Source: Brookings analysis of CBO data.

**B** Metropolitan Policy Program  
at BROOKINGS

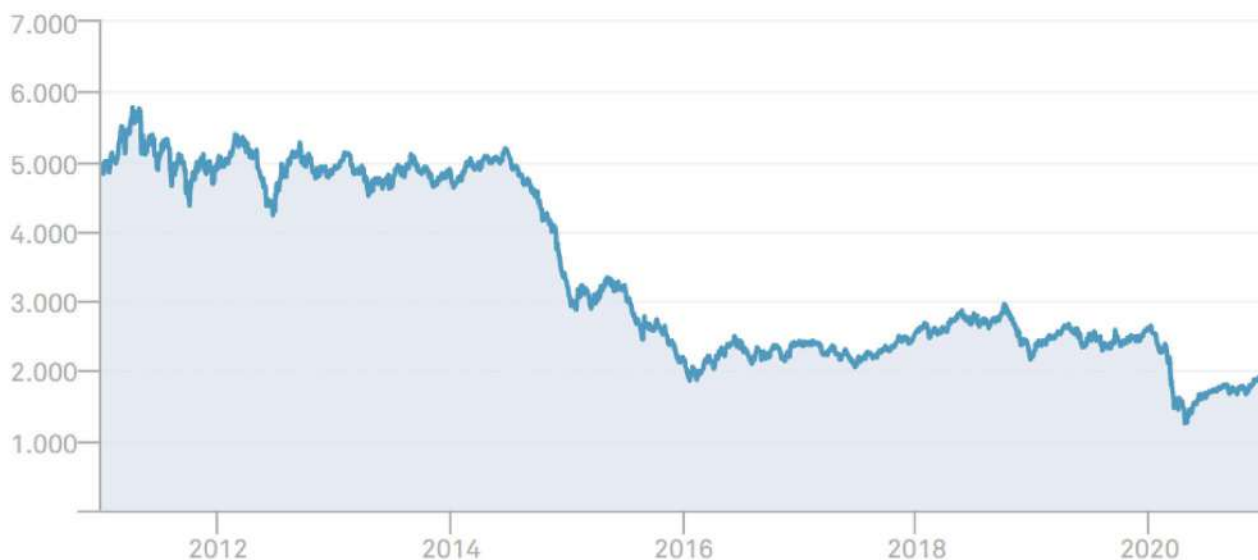
Com maioria democrata na Casa dos Representantes (House of Representatives, a Câmara dos Deputados dos EUA) e no Senado, Biden conta com alguma vantagem de ver suas iniciativas terem um caminho mais suave no Congresso. Para o contribuinte americano, no entanto, essas iniciativas poderão significar aumento de impostos, o que pode atingir as empresas de tecnologia, as vedetes da NASDAQ, reverberando aqui, nas supostas empresas de tecnologia (na realidade, varejistas travestidas) e preços irracionais de empresas ligadas a tecnologia, setor financeiro e de serviços, inclusive.

Um investimento dessa magnitude deverá demandar mais *commodities*, que vêm num ciclo de baixa desde 2014. O Brasil pode beneficiar-se disso em alguma medida, assim como da implementação de um sistema sólido de crédito de carbono de amplitude internacional. Cerca de 80% da energia elétrica consumida no Brasil vêm de fontes renováveis – o que é de longe a maior proporção entre os países do G20. Além disso, conta com grandes reservas florestais de proteção permanente, também em fazendas, e cultivo de cana-de-açúcar – caso em que a contribuição é dupla: gera créditos de carbono para as usinas produtoras de etanol (as CBIOS que devem ser adquiridas pelas distribuidoras de combustíveis) e substitui a gasolina, reduzindo a emissão de CO<sub>2</sub> e gases nocivos.

Em relação aos investimentos em infraestrutura, algumas de nossas empresas investidas poderão beneficiar-se, como fornecedoras de componentes para os veículos e equipamentos empregados – o que já ocorre com o setor de mineração e *commodities* agrícolas (tratores e máquinas *off road*).

Esses investimentos em infraestrutura, diga-se ainda, acabam demandando produtos como aços carbono e inoxidável, aplicáveis em inúmeras áreas, entre elas construção, transportes públicos e pigmentos (tintas). Algumas de nossas empresas investidas no setor de *commodities* recebem benefícios indiretos disso. Com a China na mesma direção, e a expectativa de crescimento de dois dígitos no PIB chinês neste ano, este cenário para *commodities* torna-se ainda mais positivo (destacando que o país deve colocar as questões ambientais em seu radar). A imagem abaixo ilustra o principal índice relacionado a *commodities* que reflete o comportamento global de preços:

S&P GSCI (8 jan 2021)



O cenário mostra-se igualmente positivo para o preço das *commodities* agrícolas, que se vêm favorecendo não só de fatores pontuais na dinâmica das safras e do mercado consumidor (de novo com destaque para ela, a China), mas também do enfraquecimento das moedas devido à política monetária altamente expansionista. Os preços continuam em forte alta desde meados do ano passado, revertendo o cenário de baixa que se via desde 2012. O aumento do consumo *per capita* de proteínas na China e em países em desenvolvimento, especialmente asiáticos, só reforça essa tendência

## S&P GSCI Agriculture (principal índice de commodities agrícolas)



Fonte: Market Watch

Apesar da queda de 32% no preço do petróleo tipo Brent em 2020, o preço do etanol anidro subiu 9% no Brasil no ano passado. Com a recuperação gradativa do mercado de petróleo, a tendência para o etanol é de alta, tanto no Brasil quanto no exterior (efeito Biden). Isto é consequência de uma oferta mais apertada no mercado brasileiro, devido ao aumento da demanda e ao direcionamento das usinas flexíveis para privilegiar a produção de açúcar (nos EUA, isso reflete os estímulos em energias renováveis que deverão ser adotadas pelo novo governo).

O açúcar encerrou 2020 com alta de 75% no mercado interno, e já neste início de 2021 segue apontando para cima. Lembramos a nossos leitores que reiteradas vezes externamos nossa visão acerca do mercado de açúcar e etanol no ano passado, contrariando a visão das mais “prestigiosas” corretoras de valores, que colocavam o açúcar na mesma cesta do petróleo e transmitiam um tom bastante pessimista sobre o setor. Interessante que o preço atual do açúcar já está no maior nível desde maio de 2017 e o déficit da produção nas duas próximas safras indicam preços para cima, mesmo com subsídios para exportações da Índia. Para chegar ao último pico, atingido em outubro de 2016, falta ainda uma correção de quase 50%.

Já as ferro-ligas, essenciais à produção de aços carbono e inoxidáveis, estão com demanda e preços em alta, tanto na Europa como na China e outros países da Ásia. Os motivos para isso são diversos – e o principal deles é, sem muita surpresa, a demanda, dada a produção recorde de aço na China e a recuperação nos demais mercados. Mas, e frisamos de novo, a carta ambiental será cada vez mais importante nesse baralho. Para entender melhor, abrimos a seguir uma seção sobre China.

### Mudanças à vista

Em seu plano quinquenal aprovado no final do ano passado, durante o 19º Congresso Nacional do Partido Comunista, o governo chinês assinalou mudanças importantes em suas diretrizes econômicas. Foram pouco noticiadas no Brasil, ou mesmo percebidas pelo mercado. São elas:

I) Autonomia tecnológica (domínio da produção de *chips*, por exemplo);

II) Novas formas de urbanização. Hoje, 60% da população vivem em cidades, e o plano é elevar essa parcela para 75%-80% em 15 anos, mediante melhor distribuição geográfica;

III) Melhoria do meio ambiente. Desde que ingressou na OMC (Organização Mundial do Comércio), em 2001, a China foi responsável por 80% das emissões de CO<sub>2</sub> do mundo – resultado do processo de urbanização e forte crescimento no consumo energético. O propósito é alcançar mais eficiência energética e neutralidade na emissão de CO<sub>2</sub> até 2060 (o carvão, no entanto, representa 80% da energia gerada no país);

IV) Melhor distribuição dos recursos públicos. Isso passa por reforma previdenciária e por mudanças na mobi-

lidade social e física da população entre regiões.

O governo central chinês está determinando a redução e até a paralisação da produção de itens eletrointensivos, consumidores de coque (carvão mineral) e grandes emissores de CO<sub>2</sub>. As ferro-ligas encaixam-se perfeitamente nesta descrição, com o agravante de terem baixo valor agregado e serem vendidas ao exterior, mesmo com imposto que visa a reduzir a exportação e os efeitos nocivos que deixa no país em termos ambientais e de consumo de energia.

Assim a China, que é o maior produtor e consumidor de ferro-ligas, deverá reduzir sua produção. Em algumas províncias em que ela é importante, o governo determinou a redução ou a paralisação até o fim de março (inverno no Hemisfério Norte, quando o consumo de energia cresce e a qualidade do ar piora).

Junte-se a esta situação a expectativa de alta de preços devido à possível taxaço do minério de cromo exportado pela África do Sul, fornecedora de 83% do que a China (que não produz este minério) compra no exterior. Essa taxaço deve ser repassada aos preços da liga de cromo, já que não há opções viáveis para o suprimento da produção chinesa de ferro-cromo. Salientamos que a África do Sul é o segundo maior produtor mundial de ferro-cromo e o maior exportador, sendo a China o principal destino.

Na África do Sul, 95% da energia elétrica são gerados em termelétricas alimentadas por carvão, e o país vive os mesmos problemas ambientais da China.

Também a indústria de TiO<sub>2</sub> (dióxido de titânio), pigmento utilizado em tintas e plásticos, poderá ser afetada. A China (para variar) é o maior produtor, consumidor e exportador mundial. O Brasil é o segundo país na lista de clientes do mercado chinês deste item – pouco atrás da Índia –, com o produto chinês atendendo a mais de 60% do nosso consumo. A produção de TiO<sub>2</sub> e seus minérios na China não segue condições ambientais adequadas e pode ser alvo de restrições por parte do governo. Poderá haver ainda restrições de importadores que observam a cadeia de suprimentos e seguem as melhores práticas de ESG, inclusive o Brasil.

Curiosamente, em nosso país a indústria de tintas é dominada por multinacionais que pregam discurso ambiental correto, mas não se incomodam em importar da China. Uma óbvia questão de preços. A Tronox, única produtora brasileira, opera abaixo da capacidade devido à concorrência das importações da China. Além disso, o imposto de importação é de apenas 4%, enquanto a Tronox é impactada por custos adicionais de natureza ambiental (ao contrário dos produtores chineses) e muitas vezes *dumping* de preços, quando as empresas chinesas resolvem desovar estoques.

Citamos estes dois produtos específicos por estarem associados a importantes posições em nossos fundos (Ferbasa e Tronox), mas também a todo o setor de *commodities*. As agrícolas, inclusive pelo efeito China, pelo maior consumo de proteínas e urbanização. O novo plano quinquenal chinês beneficiará ainda os bens de capital – para os quais já existe a expectativa de bons ventos vindos dos planos de Joe Biden de investir em infraestrutura.

Agora, deixando a China um pouco de lado e voltando a outros temas que pairavam como incertezas: em dezembro foi aprovado nos EUA importante pacote de estímulos, de US\$ 900 bilhões. Na União Europeia, chegou-se a uma resolução parcial do Brexit, num acordo benéfico para o comércio internacional por não criar barreiras alfandegárias entre o bloco e o Reino Unido. Há muito ainda por resolver, mas o principal ficou acertado.

A produção industrial mundial vem-se recuperando, apesar da segunda onda da covid. O PMI industrial mundial segue acima de 50 – ou seja, em expansão e alimentando a demanda por energia e *commodities*.

Falando em covid-19, o cenário global do ponto de vista da saúde pública segue preocupante, mas um tanto menos. Campanhas de vacinação já estão em curso em diversos países, e já é possível previsões mais claras quanto ao impacto econômico que a doença poderá causar. Além da vacina biológica, governos tentam sua minimização por meio de “vacinas monetárias”, o que se reflete nos mercados, com boa parte das bolsas reno-



vando máximas históricas em dezembro e no início deste mês.

Novas cepas do vírus são um ponto de atenção, principalmente as detectadas mais recentemente na África do Sul e Inglaterra. Isso possivelmente exigirá modificações nas vacinas disponíveis atualmente. Ondas de contágios seguem em ritmo recorde e *lockdowns* são implementados em diversos lugares, na Europa sobretudo.

O ponto de maior atenção é a possibilidade de interrupção das atividades industriais, causando novos problemas no *supply chain* global. A indústria automobilística brasileira foi especialmente prejudicada pelo elevado conteúdo de importações, pois as montadoras em seus países sede acabaram recebendo atenção privilegiada dos fornecedores locais, que também exportam ao Brasil, prejudicando a produção daqui. Além disso, os protocolos de proteção das indústrias restringem operação em capacidade plena, o que gera perda de produtividade e produção.

## CONJUNTURA NACIONAL

Dados macroeconômicos nacionais positivos continuam a aparecer, com o setor industrial novamente em grande destaque. O PMI da indústria continua acima de 60, o que coloca o Brasil entre os poucos países do mundo com esse nível. Novembro foi o sétimo mês consecutivo de expansão, em plena pandemia. Após recuar 27,1% entre março e abril, nos sete meses subsequentes a produção da indústria avançou 40,7%, segundo o IBGE.

A capacidade utilizada do parque industrial seguiu em alta no ano e a propensão a investir segue em níveis elevados. As vendas de veículos seguiram em recuperação em dezembro, mas ainda abaixo de 2019, na ponta da oferta. As filas para o fornecimento de veículos estão grandes, mas com falta de peças e restrições de número de funcionários as montadoras não conseguem suprir o mercado. Os estoques encontram-se em níveis historicamente mais baixos, suficientes para apenas 12 dias de vendas – o normal fica entre 40 e 45 dias.

Mesmo com todos os percalços, a produção de veículos em dezembro atingiu 209.296 unidades, 22,8% acima de 2019 (mas 31,6% inferior em 12 meses). Vê-se demanda forte, mas o volume de vendas ainda não a reflete totalmente. O mercado de seminovos ganha com isso: está não só muito aquecido como já mostra crescimento anual, e com preços em elevação.

Destacamos os caminhões, mercado que nos interessa particularmente, dada a íntima relação com algumas empresas de nossos portfólios. Em dezembro as vendas atingiram 9.639 unidades, 15,7% superiores às de 2019, embora 12,3% inferiores em 12 meses – devido principalmente à forte retração da produção no 2T20.

Se anualizarmos as vendas de dezembro, mesmo com menos dias úteis, o resultado chega a 115.668 unidades, quase 30% acima do verificado em 2020 e quase 15% acima das 101.733 unidades comercializadas em 2019, ano considerado bom. O setor trabalha com crescimento de 25% em 2021. Apesar dos problemas relatados na cadeia de suprimentos, a produção em dezembro atingiu 10.485 unidades, 75,5% acima da do mesmo mês em 2019, mas 19,9% abaixo no ano.

Damos ainda particular destaque às vendas da Scania, indiretamente uma importante montadora relacionada aos nossos investimentos. No mês passado foram comercializadas 1.321 unidades, que representaram crescimento de 84% sobre o ano anterior. O resultado mensal, anualizado (15.852 unidades) reflete crescimento de 82% sobre os 12 meses de 2020 e de 24,3% sobre 2019. Não fossem os problemas na cadeia de produção, os resultados seriam melhores. Tais dados só reforçam nosso otimismo com o setor e nosso posicionamento estratégico.

Para dar mais argumentos ao nosso otimismo sobre o agronegócio, as vendas de tratores de rodas cresceram 6,7% em 2020, e em dezembro, 49,8%, com destaque para os de maior potência (acima de 130 CV): 21,5%. Em dezembro as vendas nesta categoria cresceram 90,8%, enquanto a produção de máquinas agrícolas deu um salto de 118%. Estes dados impactam de forma muito positiva empresas investidas pela Trígono no setor

industrial e abrem a perspectiva de excelente 2021, não só para a indústria, mas para todo o agronegócio e logística.

O varejo segue com bom desempenho. Vestuários/calçados, veículos e autopeças apresentaram crescimentos acima de 4% mês a mês em outubro, segundo a PMC (Pesquisa Mensal do Comércio). Dados positivos também para o emprego: foram criadas 414 mil vagas formais em novembro (resultado recorde), segundo o CAGED daquele mês. E estamos na pandemia.

Além da recuperação do consumo, destacamos o caixa do Tesouro, cuja capacidade de rolagem das dívidas chegou a ser questionada. Pois bem: em novembro, o nível já era quase pré-pandemia, em R\$ 1,24 trilhão – mesmo com auxílio emergencial e forte queda de arrecadação.

Nesse nível, é possível pagar toda dívida vincenda no ano – aqui mais uma vez contrariando os comentários de muitos economistas críticos do governo. Entre dezembro e o início deste mês, o Tesouro já captou R\$ 188 bilhões – lembrando aqui a forte queda no custo do carregamento da dívida, com a economia de juros reforçando o caixa em volume muito maior do que a Reforma da Previdência. E boa parte da dívida pública em real possui, em contrapartida, US\$ 356 bilhões (R\$ 1,9 trilhão) em reservas do Banco Central, praticamente o mesmo nível de cinco anos antes.

Da dívida do Tesouro Nacional de R\$ 4,5 trilhões, 28% (cerca de R\$ 1,3 trilhão) vencem neste ano, mas 100% dela já estão cobertos pelo caixa. Há ainda as novas emissões, com investidores institucionais ávidos por tais investimentos, ainda que por absoluta falta de opção e pouco apetite a risco, como vimos nas vendas deles em renda variável. Apenas em dezembro foram vendidos R\$ 14 bilhões, na contramão dos investidores estrangeiros, que agradecem a gentileza.



As taxas de juros no mercado futuro indicam remuneração abaixo de 6% até 2024. Ou seja: os investidores institucionais terão de contentar-se com taxas muito abaixo do que vinham recebendo na rolagem das posições vincendas, talvez menos da metade. Como opção, resta apenas tomar risco. Esses dados indicam tranquilidade na manutenção das taxas de juros – e lembramos aqui que o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, não foi eleito o Banqueiro do Ano pela *The Banker* por acaso.

O fluxo estrangeiro de recursos para mercados emergentes continua forte, com o Brasil recuperando alocação deles: foram R\$ 19,8 bilhões no mercado secundário em dezembro – no entanto, com 2020 negativo em R\$ 32 bilhões, mas um 4T20 positivo em R\$ 57 bilhões. Tal fluxo impulsionou o IBOV em 25,8% de outubro

a dezembro (36,5% em dólar, devido à valorização em 7,9% do real no período). O índice Small Caps-SMLL subiu um pouco menos, 22,5% nominal, já que no fluxo inicial os investidores estrangeiros buscam as ações mais líquidas para se posicionar rapidamente, independentemente de valor ou fundamentos. O importante é comprar.

O bom desempenho da atividade industrial e da chamada “economia real” começou a refletir-se nas ações do setor no último trimestre. Apesar disso, o segmento industrial, de menos peso nos índices, acaba relegado pela menor liquidez, e atrai menos recursos de investidores passivos, os quais investem em ETFs que replicam os índices. Na Trígono, achamos isso ótimo: nos posicionamos em empresas bastante descontadas, mas que num segundo momento atraindo a atenção desses investidores que refinam seus investimentos e contratam gestores locais para gestão ativa em relação aos *benchmarks* e ETFs. Os dados da indústria automotiva pesada no final do ano, em particular em dezembro, só reforçam nossa estratégia.

O dólar fechou o mês passado com queda de 2,5% em relação ao real, mas com ganho de 28,9% no ano. Isso é excelente para diversos setores, inclusive para aqueles nos quais a Trígono está bem posicionada – como agronegócio, indústria e algumas *commodities*, em nichos, cujos preços apontam para cima por diversas razões, incluindo demanda, produção limitada e problemas ambientais.

A inflação surpreendeu para baixo em dezembro: IPCA-15 em 1,06%, IGP-M em 0,96%. Isso aliviou um pouco a curva de juros, já ajudada pela valorização do real de quase 8% no 4T20 e pela certa acomodação nos preços dos alimentos. O IPA agrícola caiu 4,46% em dezembro, enquanto o IPA industrial subiu 2,97%. Ou seja: os preços agrícolas se acomodaram com o câmbio, enquanto a indústria reflete demanda forte e preços dos metais em recuperação.

Para finalizar os dados econômicos, não poderíamos deixar de destacar a captação líquida de R\$ 166 bilhões na caderneta de poupança em 2020, recorde histórico. Apesar de tudo, a população de menor renda tem conseguido poupar. Também destacamos a falta de alternativa à renda fixa. Como dissemos há um ano, a bolha de renda fixa – de ganho fácil e sem risco – estourou. Gestores e investidores terão de “suar a camisa” para fazer render seus investimentos na renda fixa e buscar opções, como renda variável. Diz o ditado americano: *no pain, no gain*. Sem dor, não há ganho. Sem risco, não há recompensa. Ou, lembrando Milton Friedman: “Não existe almoço grátis”.

Sobre o cenário político, o principal evento é a eleição para a Câmara dos Deputados. Baleia Rossi, candidato apoiado pelo atual presidente, Rodrigo Maia, conseguiu apoio da oposição em acordo, prometendo não pautar privatizações. Lira, candidato do Bolsonaro, fica em situação complicada, com os partidos que o apoiam somando menos deputados que seu adversário.

Sabe-se, no entanto, que vários partidos estão divididos internamente – inclusive o próprio DEM, de Maia, e o MDB, de Rossi. Dessa forma, ainda não há definição e o cenário deve seguir incerto até a data da eleição (começo de fevereiro). Este ano é importantíssimo para reformas, pois em 2022 haverá eleições presidenciais e a situação fiscal do Brasil requer urgência. Um ponto de atenção é novamente o respeito ao teto de gastos, teoricamente defendido por Maia e Bolsonaro, mas que se tornará inviável se não houver reformas ainda neste ano.

A valorização do dólar no início de 2021 pode estar associada a esta importante eleição e aos rumos das reformas econômicas e privatizações que dependerão do Legislativo, em especial da Câmara, onde interesses políticos muitas vezes de sobrepõem aos interesses da sociedade brasileira.

## ESTRATÉGIA

Bons navegantes não se lançam ao mar sem uma carta náutica, e a nossa é a estratégia, que teve pouca alteração nos últimos meses, com mudança de rota após covid, mas depois mantendo o rumo. Dadas as incertezas

ainda à frente, aumentamos o posicionamento em empresas com receitas denominadas em moeda estrangeira, por meio de preços internacionais, exportações e subsidiárias no exterior. Tais empresas fazem parte de importantes setores: industrial, agronegócio e *commodities*. As indústrias atuam no segmento de componentes para veículos pesados e maquinários (caminhões, tratores e máquinas *off road*), que por sua vez são empregados em agronegócio, logística, infraestrutura e construção.

No agronegócio, investimos em açúcar e etanol, agropecuária diversificada, desenvolvimento de terras, produção de silos e equipamentos relacionados a armazenagem, secagem, transbordo etc. Pode-se até ver alguma sobreposição com a atividade industrial, dada a natureza de manufatura da empresa investida. Em *commodities*, focamos em nichos (ferro-ligas e pigmentos) que atendem aos setores siderúrgico, de construção (tintas) e consumo (plásticos), mas com a China como principal formadora de preços; é ela que dará as cartas nestes mercados, ou traçará os mapas.

O setor de logística, que apresentamos no final desta resenha, acaba relacionando-se com os demais, tanto como cliente quanto como prestador de serviços, notadamente no agronegócio, sem efeito cambial direto, exceto na dinâmica de alguns segmentos atendidos.

Finalmente, o setor que está ganhando peso em nossa estratégia é o de energia (excluímos petróleo), notadamente em gás natural e empresas envolvidas em privatizações, que atuam em geração e apresentem solidez financeira, que sejam excelentes pagadoras de dividendos e estejam envolvidas em eventos. A nova Lei do Gás, já aprovada no Senado e em nova tramitação na Câmara, é um elemento catalisador de valor e desenvolvimento de negócios em empresas investidas. Acreditamos que o governo federal agirá para acelerar os gastos no setor, criando muitas oportunidades de investimentos, às quais estamos atentos, aportando em portos onde grandes embarcações não entram (valor de mercado e liquidez), chegando primeiro e ainda encontrando mercadorias muito baratas, mas preciosas.

Como sempre observamos (mas nunca é demais salientar), nosso trígono de excelência e diferenciação na gestão é formado por: I) utilização do EVA em nosso processo de investimentos; II) privilegiar empresas que pagam bons dividendos (exceto quando em processo de crescimento acelerado e investimentos); e III) boas práticas e observância de ESG. Também lembramos que somos agnósticos em relação aos índices de referência na construção de carteiras – somos voltados ao valor e à qualidade das empresas. Nosso objetivo, sempre, é proporcionar uma navegação segura e prazerosa aos nossos “passageiros” e que seus *tickets* investidos em nossos fundos tragam os retornos esperados (melhor: acima dos esperados).

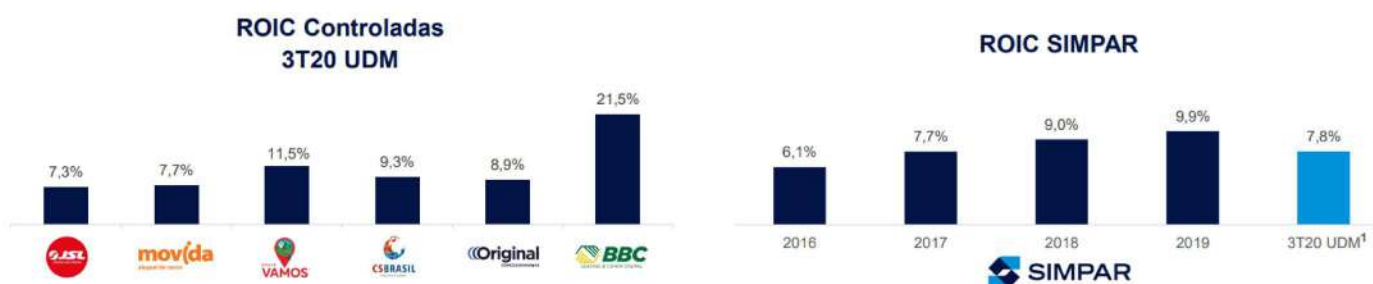


Tempestades vêm e vão, mas embarcações como o esplendoroso Cisne Branco (ilustração acima) singram os sete mares com segurança e sempre chegam ao destino. O Cisne Branco foi uma celebração, pela Marinha do Brasil, dos 500 anos da viagem de Pedro Álvares Cabral que o trouxe ao que seria o Brasil. O cisne representa boa sorte e feliz travessia. O nome Cisne Branco dado à embarcação deriva do hino da Marinha do Brasil, a *Canção do Marinheiro*, cuja primeira estrofe apresentamos abaixo – e com ela, nossos votos de boa sorte e de feliz travessia neste imprevisível 2021:

“Qual cisne branco que em noite de Lua  
Vai deslizando num lago azul  
O meu navio também flutua  
Nos verdes mares de norte a sul.”

## Grupo Simpar

Em nossa [resenha de Setembro](#), fizemos uma descrição detalhada da Simpar, nova *holding* (sua constituição foi aprovada em assembleia à qual comparecemos presencialmente em agosto) do grupo anteriormente denominado Júlio Simões. De maneira geral, o Grupo Simpar reúne os atributos essenciais que explicam sua resiliência operacional retratada nos resultados financeiros dos últimos dois anos. O grupo é líder no segmento em que atua (logística rodoviária e locação de veículos pesados e de serviços) e tem posição relevante em outros negócios, como locação de veículos leves. Sua estratégia é maximizar o retorno do capital investido e fica evidenciada pela evolução do ROIC, de 2016 a 2019, de 6,1% para 9,9%, ao mesmo tempo reduzindo o custo do capital em combinação com o crescimento do EVA (valor econômico adicionado). Em 2020 a expansão e a evolução dos resultados econômicos foram interrompidas, mas deverão ser retomadas a partir de 2021.



Além disso, a empresa mantém contratos de longo prazo com clientes importantes ligados a agronegócio, mineração, celulose e veículos (setores responsáveis por grande parte da atividade econômica do país). Entre 2018 e 2019, o grupo apresentou crescimento de mais de 20% da sua receita consolidada, que atingiu R\$ 9,8 bilhões em 2019, com lucro líquido recorde de R\$ 329 milhões. O resultado reflete principalmente a adição de novos contratos, que aumentou sua base de clientes; investimento em crescimento orgânico, acelerado com aquisições estratégicas; e a transformação organizacional que deu mais autonomia e governança às empresas do grupo.

Por mais correlacionado que o setor seja com a atividade produtiva do país, a resiliência das companhias do grupo ficou evidente, ao se manter mesmo diante da forte retração do PIB. A seguir, apresentamos as empresas que compõem a Simpar e os principais indicadores financeiros de cada linha de negócio do grupo, para melhor entendimento de nossos leitores.

**JSL-JSLG3:** a JSL Logística é líder em serviços de logística rodoviária no Brasil, e vem conseguindo capturar margem de EBITDA trimestralmente nos últimos dois anos por intermédio principalmente de seus contratos de serviços prestados. Estes compõem sua operação *asset-light*, utilizando serviços de terceiros em adição à frota própria de veículos e implementos rodoviários.

O 3º trimestre de 2020 marcou novo capítulo na história da JSL: a empresa deixou seu papel de *holding* e passou a atuar com foco exclusivo no negócio de serviços logísticos. Além disso, fez seu reingresso na bolsa como

empresa exclusivamente operacional. Por meio de IPO concluído em 8 de setembro, a companhia levantou R\$ 694 milhões, com a ação precificada em R\$ 9,60 (JSLG3), já cotada a R\$ 10,82 em 30/dez/20, com valor de mercado implícito de R\$ 2,7 bilhões no IPO e de R\$ 3 bilhões no encerramento do ano. Desta forma, reduziu a alavancagem do grupo e deu fôlego para sustentar novo ciclo de crescimento orgânico, acelerado por aquisições, mantendo as rédeas de consolidação do setor.

Essa estratégia foi colocada em prática com as aquisições, já aprovadas pelo CADE, da Transmoreno e da Fadel – operações logísticas regionais que contribuirão para a expansão geográfica e do mix de serviços oferecidos pela JSL. A partir do 4T20, os números da Logística consolidarão essas aquisições.

Para que se tenha uma ideia do potencial, o EBITDA do 3T20 da JSL Logística teria sido R\$ 153 milhões (ante R\$118 milhões reportado) e o lucro líquido, R\$ 40 milhões (*vis-à-vis* R\$ 25 milhões reportados). Individualmente, a JSL foi a mais impactada pela pandemia, justamente por ter a indústria automobilística como um dos mais importantes setores atendidos. As montadoras foram duramente afetadas pelas medidas preventivas associadas à covid-19, o que reduziu sua produção e, como consequência, a demanda e o transporte de componentes. Dessa forma, houve queda de receita em todos os trimestres de 2020, acompanhada de ligeira redução de margem EBITDA – tendo em contrapartida forte demanda de ativos, dada a escassez do mercado de veículos em decorrência da paralisação das montadoras.

Acreditamos, no entanto, que a JSL deverá crescer a um ritmo muito superior ao da retomada do PIB, atuando como líder de um segmento tão essencial à engrenagem da atividade produtiva do país. Ainda mais que estará munida de recursos para fazer aquisições estratégicas no setor e expandir a frota própria.

**Vamos:** subsidiária integral da Simpar, é líder absoluta em locação e terceirização de frota de caminhões, máquinas e equipamentos no Brasil, com impressionantes 87% de participação de mercado. A evolução de seus números nos últimos dois anos é impressionante: crescimento de receita líquida de 3,6% (R\$ 1,41 bilhão no 3T20 nos últimos 12 meses, contra R\$ 983 milhões em todo 2018), com margem EBITDA em torno de 50%. Nem a pandemia conseguiu ofuscar sua capacidade de entregar resultados sólidos. Houve crescimento de receita líquida em todos os trimestres do ano passado, com o EBITDA dos últimos 12 meses 13% maior, comparado ao do mesmo período de 2019 e *backlog* (receita futura contratada) de R\$ 2,9 bilhões no 3T20 –34% maior que no encerramento do 4T19.

Em outras palavras, a Vamos continua a crescer, mantendo rentabilidade, beneficiando-se de novos contratos com grandes clientes-chave e ainda com enorme potencial de crescimento orgânico: a frota de caminhões alugados no Brasil representa apenas 0,1% dos veículos pertencentes a empresas. A Vamos possui 10,1 mil caminhões alugados, sendo que a frota de caminhões no Brasil é de 3,3 milhões de veículos (metade disso é frota própria de empresas). Ainda que crescesse dez vezes, a locação de frotas de veículos pesados seria ainda muito baixa comparada à de mercados mais desenvolvidos, como os EUA (também com sua logística fortemente baseada em caminhões).

Um IPO dessa subsidiária poderá ser importante catalisador de crescimento, basicamente para ampliar a frota. Seria igualmente um catalisador para a Simpar, já que isso faria o valor da Vamos ficar mais evidente ao mercado. Para mostrar esse potencial, elaboramos um simples exercício: num possível IPO da Vamos, consideramos o EBITDA de R\$ 170 milhões no 3T20, com crescimento (mesmo com pandemia) de 28% sobre o 3T19, estimando desta forma um EBITDA trimestral de R\$ 218 milhões no 3T21.

Anualizando: crescimento zero sobre a base de R\$ 218 milhões, o valor a que se chega é R\$ 872 milhões. Considerando um múltiplo de 8 vezes de EV/EVITDA, e deduzindo a dívida líquida de R\$ 1,9 bilhão (set/20), temos R\$ 5,1 bilhões para a Vamos e um potencial IPO de R\$ 1,5 bilhão, para uma oferta de ações correspondente a 30% do capital. Todo este raciocínio é hipotético. Apenas para comparação: a Simpar encerrou 2020 com valor de mercado de R\$ 7,3 bilhões. Portanto, hipoteticamente, a Vamos corresponde a um valor equivalente a 70% de todo o grupo (salientando que o cálculo acima não é nada mais que mero exercício aritmético).

**CS Brasil:** o segmento de terceirização de frotas e serviços para o setor público operado pela CS Brasil mostrou bons resultados até o início da pandemia. Em 2019, a receita líquida cresceu 3%, o EBITDA avançou 35%, e o lucro líquido expandindo, 26%. Cerca de 80% do EBITDA são gerados pela locação de veículos leves para o setor público e empresas de economia mista, com grande potencial de crescimento devido à crescente tendência de terceirização de frotas (a CS tem um histórico de vencer cerca de 50% das licitações de frotas terceirizadas no setor público).

Entretanto, por também atuar no setor de transporte municipal de passageiros – que sofreu tremendo impacto com a pandemia –, a companhia passou por uma recente reestruturação, com foco na gestão de frota de veículos leves, pesados e de mão de obra. Dessa forma, apesar da queda de 5% da receita líquida (R\$ 210 milhões) no 3T20 sobre o 3T19, a CS Brasil apresentou crescimento de 22,5% do EBITDA ajustado (R\$ 125 milhões, margem de 59,5%) e 7% do seu lucro líquido (R\$ 15 milhões). O *backlog* total teve alta expressiva de 19,6%, atingindo R\$ 2,4 bilhões – o equivalente a quatro anos de receita contratada, ensejando forte expansão nas receitas. O reinício de obras de infraestrutura essenciais à retomada da atividade econômica, principalmente nos segmentos de saneamento e energia, e a normalização dos serviços de transporte público, deverão contribuir para sustentar o crescimento da CS Brasil nos próximos trimestres e anos.

Façamos agora o mesmo exercício que fizemos para a Vamos – mas considerando um múltiplo de 6 vezes de EV/EBITDA. Chegamos a R\$ 2,9 bilhões para a CS Brasil (já deduzida a dívida líquida de R\$ 788 milhões em set/20). A empresa é pouco conhecida (até desprezada, vejam vocês...) pelos investidores quando consideram na Simpar apenas as operações da Movida, JSL e Vamos. A nosso ver, trata-se de valioso ativo e diversificador das receitas do grupo. Observando os movimentos da Simpar de listar na B3 suas principais subsidiárias, inclusive duas tentativas da Vamos de realizar um IPO, eis aí uma possibilidade para a CS Brasil, que traria mais recursos para investir e evidenciaria ao mercado o valor e a importância deste negócio, que acaba sendo relegado na avaliação da Simpar.

**Movida (MOVI3):** a companhia foi adquirida em 2013, o que faz dela um negócio relativamente novo dentro do conglomerado. Após seu IPO, em 2017, apresentou uma série de resultados trimestrais frustrantes. Mas, graças a um período de trabalho árduo e transformador, aprendeu com seus erros e com um mercado diferente do de logística.

Desde 2018, a Movida mostra uma sequência formidável de resultados trimestrais. O processo começou com o G do ESG. Formou-se uma governança capaz de liderar e tomar decisões estratégicas eficientes e certas. O plano estratégico apoiou-se em três pilares principais: 1) transformação digital; 2) execução focada no cliente; e 3) crescimento direcionado. Começou-se a reorganizar a casa antes de voltar a crescer. A operação de seminovos foi remodelada, com o objetivo de fortalecer a relação de confiança com a marca e melhorar a inteligência de precificação.

Os frutos vieram ao ter sido alcançado o ponto de equilíbrio (*breakeven*) desse segmento no último trimestre de 2019, antes mesmo do esperado. Nesse momento, a companhia já vendia mais de 50% da sua frota no segmento de varejo, no qual há uma precificação mais favorável, permitindo a captura de margem operacional. A transformação digital constituiu um pilar fundamental para que a companhia conseguisse alavancar sua operação no RAC (Rent a Car), na qual oferece um *mix* diferenciado de produtos e serviços com foco no cliente.

Após remodelar sua execução, a Movida voltou a crescer com foco direcionado, por meio de uma gestão de frota eficiente, enquanto a concorrência crescia a todo custo para acompanhar o *boom* de motoristas de aplicativo.

O resultado desse processo fica evidente nos resultados reportados: crescimento de dois dígitos no faturamento em todos os trimestres até o início da pandemia; margem EBITDA evoluindo de 15% para 22%; margem líquida saltando de 4% para 6% no mesmo período; e métrica de rentabilidade (ROIC) passando de 9% no início de 2018 para 11,5% no fim de 2019.

Ao final desse *turnaround*, novo desafio: a pandemia. Com o fechamento dos aeroportos – pontos de concen-

tração de grande parte do fluxo de clientes das locadoras – o setor de locação de veículos parecia ter subido ao cadafalso. Os números mostram mesmo impactos importantes: tímido crescimento de 6% da receita líquida no 2T20, com a margem EBITDA voltando a patamares de 2018 e redução da frota operacional, da taxa de ocupação e do preço da diária média no RAC.

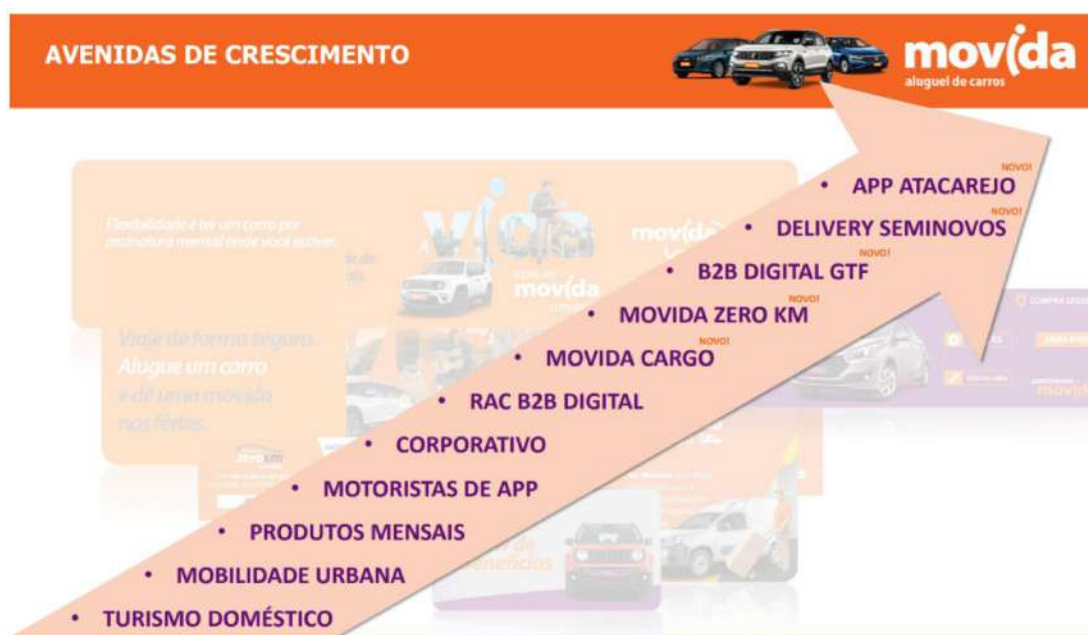
Mas a transformação digital, que faz parte do DNA da companhia desde sua reestruturação, tornou-se fundamental para que novos produtos fossem lançados em tempo recorde para atender a novas demandas que nasceram na pandemia – entre eles o MensalFlex e o Movida ZeroKM. Em seminovos, inaugurou-se a modalidade de *delivery*, o que permitiu à companhia manter a dinâmica de vendas mesmo com as lojas fechadas. A prática de *home office* ampliou a duração do fim de semana, já que as locações que ocorriam geralmente de sexta a domingo se estenderam de quinta a segunda. As medidas de distanciamento social contribuíram para reforçar a troca do transporte coletivo (curtas distâncias) e do avião (longas distâncias) pelo carro, causando maior procura por locações.



Principais números e destaques	68% da Receita de Aluguéis	32% da Receita de Aluguéis	62% da Receita total
	26% da Receita total <sup>1</sup>	12% da Receita total	14,3 mil carros vendidos <sup>1</sup>
	68,0 mil carros <sup>1</sup>	40,7 mil carros <sup>1</sup>	67 lojas próprias <sup>1</sup>
	190 pontos de atendimento <sup>1</sup>		



Por fim, a demanda por seminovos aumentou, com o processo de desvalorização cambial elevando o preço do carro 0 km e com a incapacidade das montadoras de suprir a demanda das concessionárias, com estoques equivalentes a apenas 12 dias de vendas, menor nível histórico. O *ticket* médio do seminovo vendido também subiu e as financeiras responderam aos pedidos de financiamentos com taxas bem interessantes para o comprador.





Os resultados financeiros e operacionais novamente mostram a agilidade com que a companhia adequou sua estratégia, reportando métricas recordes em todas as linhas de negócios no 3T20 – taxa de ocupação no RAC: 82,7%; EBITDA por veículo no GTF em R\$ 850; e *ticket* médio do carro vendido chegando a R\$ 45,3 mil, recorde para seminovos. Ainda: durante esse período, a Movida fez uma gestão eficiente dos seus passivos financeiros, emitindo novas dívidas de menor custo para antecipar pagamentos de dívidas de curto prazo, mantendo a alavancagem abaixo de 3 vezes em relação ao EBITDA nos últimos 12 meses.

No final de 2020, o valor de mercado da Movida foi a R\$ 6,15 bilhões – sendo 55% (ou R\$ 3,4 bilhões) controlados pela Simpar. Só este último valor corresponde a quase 50% do valor de mercado da Simpar na mesma data. A empresa representa 38% das receitas consolidadas da Simpar nos últimos 12 meses, e a 21% do EBITDA.

	1Q18	2Q18	3Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20
<b>Movida</b>											
<b>Receita Líquida (R\$ milhões)</b>	628	633	638	2,644	845	990	1,000	3,836	1,011	1,048	1,036
<i>Crescimento (% ano)</i>					35%	56%	57%	45%	20%	6%	4%
<b>EBITDA (R\$ milhões)</b>	96	114	115	463	145	151	188	743	225	151	213
<i>Margem (%)</i>	15%	18%	18%	18%	17%	15%	19%	19%	22%	14%	21%
<b>Lucro Líquido (R\$ milhões)</b>	27	40	41	160	42	42	60	228	55	3	37
<i>Margem (%)</i>	4%	6%	6%	6%	5%	4%	6%	6%	5%	0%	4%
<b>Dívida Líquida (R\$ milhões)</b>	1,116	1,199	1,270	1,454	1,523	1,669	1,528	1,901	2,089	2,291	2,132
<i>Alavancagem (x)</i>	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.5	2.6	2.5	2.8	2.5
<b>Market Cap (R\$ milhões)</b>	1,539	1,153	1,251	2,256	2,847	3,909	4,585	5,686	2,617	3,915	4,840
<i>Valorização 12 meses</i>					85%	239%	266%	152%	-8%	0%	6%
<b>EV (R\$ milhões)</b>	2,617	2,269	2,450	3,710	4,300	5,564	6,297	7,783	4,714	5,932	7,021
<i>Varição EV 12 meses</i>					64%	145%	157%	110%	10%	7%	12%

Adicionamos a visão de *holding* da Simpar de que a subsidiária está pronta operacionalmente para estruturar seu plano de crescimento solo. Mas a controladora dispõe-se a dar o suporte se necessário, até mesmo diluindo seu controle acionário, fazendo nova emissão primária de ações ou mesmo comprando empresas com pagamento em ações da Movida. Os dados preliminares relativos ao 4T20 confirmam nosso otimismo, mas não entraremos nos detalhes nesta resenha. De qualquer forma, muito positivos.

**Original:** concessionária de veículos leves (VW, Fiat e Ford), também teve sua operação bastante impactada pelas restrições impostas ao funcionamento das concessionárias: receita líquida caindo 23%, a R\$ 634 milhões nos 12 meses até o 3T20 (contra R\$ 822 milhões em 2019) e lucro líquido despencando 44%, para R\$ 6 milhões nos 12 meses até o 3T20 (contra R\$ 11 milhões em 2019). Apesar disso, a alta do dólar (que deixou o carro zero mais caro), a menor oferta de veículos devido à queda na produção das montadoras e um *mix* favorável de veículos em suas concessionárias fizeram com que o *ticket* médio das vendas no varejo fosse 11% maior ante o 2T20 e o 3T19. Isso não só reverteu o prejuízo reportado no 2T20, mas proporcionou o maior lucro líquido dos últimos dez trimestres (R\$ 5 milhões). A retomada da produção das montadoras dará novo fôlego às receitas, e não descartamos aquisições (que acelerem ainda mais seu crescimento) e sinergias relacionadas às demais componentes do grupo.

**BBC:** negócio financeiro do grupo, por intermédio de *leasing* e meios de pagamento de transporte de cargas e aplicativos, ambos com grande potencial de crescimento e fidelização de clientes. Mesmo diante da pandemia, a carteira de crédito (VPL) cresceu 5% no 3T20 sobre o 2T20, totalizando R\$ 175 milhões, com estabilidade na inadimplência e foco na ampliação da oferta para se tornar a maior plataforma de serviços financeiros digitais para caminhoneiros e motoristas de aplicativo do Brasil.

A companhia vinha crescendo em média 25% todo trimestre, até o início da pandemia, com evolução de margem EBITDA de 29% a 37%, e o maior ROIC do grupo (21,5% no 3T20). A subsidiária é uma das avenidas de crescimento do grupo à medida que oferece opções financeiras para facilitar o acesso a caminhões, ônibus, automóveis, máquinas e equipamentos seminovos, bem como de meios de pagamento eletrônico de fretes, com importante valor estratégico e sinergias.

**Conclusão Grupo Simpar:** fundado em 1956, o grupo JSL (atual Simpar) vem conseguindo extraordinário crescimento, e desde o IPO em 2010 apresenta expansão anual do EBITDA superior a 20%, malgrado recessões, juros altos e crises neste período. Acreditamos que tal crescimento é sustentável, embora num ritmo menos intenso, sendo as práticas de ESG um grande diferencial – que será cada vez mais percebido por mercado e investidores.

Em 12 de dezembro, o evento da ONU celebrando os cinco anos do acordo de Paris teve a Movida como única representante brasileira com o compromisso de tornar-se carbono neutra até 2030. Destacamos que a Movida foi a segunda empresa de capital aberto no Brasil e a décima do mundo a conquistar o certificado de Empresa B. A iniciativa, conhecida como B Lab, surgiu nos EUA em 2006 para associar sustentabilidade e rentabilidade das empresas. A Movida é uma ponta de lança para as demais integrantes do Grupo Simpar seguirem os mesmos passos. Trata-se de um fator diferencial de não pouca monta, num cenário em que investidores observam tais práticas com lupas cada vez mais potentes.

Ao contrário dos críticos da Simpar, não nos preocupamos com sua alavancagem. Faz parte da dinâmica de crescimento. Além disso, ela é gerida com grande habilidade pelos administradores, que conciliam prazos de financiamento com a capacidade de serviço da dívida. Durante os meses de maior incerteza, seus principais clientes mostraram-se capazes de honrar obrigações financeiras, com alongamentos apenas pontuais de prazos. Além disso, o grupo segue consistente com sua estratégia de redução de alavancagem, reportando no 3T20 o menor patamar dessa métrica nos últimos dez anos – em torno de 3,3 vezes, e meta para menos de 3 vezes no EBITDA anual.

A posição de caixa do grupo continua igualmente reforçada, suficiente para cobrir a amortização da dívida de curto prazo em 3,2 vezes. O custo da dívida consolidada após impostos caiu de 6% em set/19 para apenas 3% em set/20 – isso com um caixa confortavelmente posicionado em R\$ 5,2 bilhões, cobrindo todos os vencimentos de dívidas até 2022 e parte de 2023. A *holding* exibia dívida de R\$ 3,8 bilhões, mas com R\$ 1,5 bilhão em caixa – ante vencimentos de dívidas de apenas R\$ 450 milhões até 2023 (ou seja, a liquidez equivalia a mais de 3 vezes o vencimento de dívidas nos próximos três anos). Num eventual IPO de R\$ 1,5 bilhão da Vamos, a Simpar poderia reforçar seu caixa em R\$ 500 milhões, alocando um terço para uma emissão secundária e R\$ 1 bilhão como primária para o caixa da Vamos.

Em relação ao valor do Grupo Simpar, por meio de um exercício de soma das partes chegamos ao seguinte resultado, tendo por base as cotações das ações em 30/dez/20 e nossas considerações para a Vamos e CS Brasil (vide acima), e valor patrimonial para a Original em 30/set/20:

<b>JSL Logística-JSLG3:</b> valor de mercado R\$ 3.011 mm x 73,6% (part. Simpar)	= R\$ 2.216 mm
<b>Movida-MOVI3:</b> valor de mercado R\$ 6.147 mm x 55,6% (part. Simpar)	= R\$ 3.418 mm
<b>Vamos:</b> valor da empresa (EV/EBITDA de 8x) 100% Simpar	= R\$ 5.100 mm
<b>CS Brasil:</b> valor da empresa (EV/EBITDA de 6x) 100% Simpar	= R\$ 2.900 mm
<b>Original :</b> valor patrimonial 100% Simpar	= R\$ 107 mm
Valor dos investimentos:	= R\$ 13.741 mm
Dívida líquida Simpar:	= R\$ 1.539 mm
Valor Simpar soma das partes por ação R\$ 59,23	= R\$ 12.202 mm
Valor de mercado Simpar-SIMH3 por ação R\$ 35,47	= R\$ 7.308 mm

Neste exercício, as ações da Simpar encontram-se 42% descontadas. Mas considerando o valor de mercado de Movida e JSL (também descontados sobre o valor intrínseco) e a dinâmica de crescimento que esperamos para os próximos anos – assim como para a Vamos e a CS Brasil, cujos valores foram calculados de forma bem simples– esses R\$ 12,2 bilhões podem ser até considerados conservadores.

Com isso, a Simpar é uma *holding* que congrega excelentes negócios, e mesmo após dez anos do IPO da JSL ainda é relativamente pouco conhecida pelo mercado, tendo baixa cobertura pelas corretoras. Todavia, ela certamente não passará despercebida – especialmente à medida que os resultados futuros sejam apresentados, e principalmente dos investidores estrangeiros que focam empresas com elasticidade de crescimento sobre o PIB e países com PIB em expansão.

Ainda há a possibilidade de ocorrerem eventos como novas aquisições e IPOs de Vamos (que consideramos a joia da coroa) e CS Brasil, que dariam mais visibilidade à Simpar.

Chegamos ao fim desta longa jornada, mas julgamos importante trazer esse cabedal todo de informações no início do ano. Prezamos a transparência máxima a respeito da estratégia e dos fundamentos dos principais setores, especialmente por estarem conectados quase umbilicalmente ao que se passa no exterior – sobretudo EUA e China, motores e caixa de câmbio da economia mundial, que geram força e aceleração.

Nossos leitores terão certamente percebido nesta e em outras resenhas as analogias que buscamos fazer. Elas se prestam a reforçar nossa linha de raciocínio, relacionando investimentos a agricultura e navegação (e à cultura pop, à astronomia e a tantas quantas forem as áreas de conhecimento em tenhamos coragem de nos aventurar). No primeiro caso, da agricultura, creio que nossos leitores mais assíduos se lembrem de minha formação acadêmica – sou engenheiro agrônomo, mas tentei antes a engenharia naval. Isso explica, por exemplo, o porquê de usarmos tanto a vela e a navegação nas resenhas. E o próprio nome *Flagship* de nosso principal fundo (*small caps*), ilustrado com frequência com veleiros, como o formidável Cisne Branco.

Meu nome, Werner, é alemão (de origem teutônica – norte da Alemanha e atual Dinamarca). Significa “guerreiro defensor”. Mas, segundo análise de DNA (obtido por meio do *My Heritage*), descobri que cerca de 25% de meu DNA têm origem lusitana e sarracena. Óbvio: minha avó materna é de Moura, pitoresca cidade na região de Portugal conhecida como Trás-os-Montes. Isso também explica os cerca de 5% de DNA de origem árabe que carrego comigo.

E para minha surpresa, 40% têm origem britânica e escandinava (teria eu algo dos lendários vikings?). Todos sabem que os britânicos foram os senhores dos mares, e os portugueses, intrépidos navegantes e descobridores. Já no início desta resenha citamos Fernando Pessoa e seu “Navegar é preciso/Viver não é preciso”. A afamada frase, na verdade, não foi cunhada por Pessoa, mas sim pelo general romano Pompeu em 70 a. C., e tomada de empréstimo pelo poeta português. Pompeu se defrontava-se com os grandes riscos da navegação, como comandante de uma esquadra, ao mesmo tempo que necessitava transportar trigo (que coincidência), de províncias além-mar para Roma. Diante dos riscos e dificuldades, proferiu a famosa frase e sua viagem foi coroada de sucesso. Pompeu ficou muito popular, a ponto de assumir com Júlio César e Marco Licínio Crasso o triunvirato que comandou Roma entre 60 a. C. e 53 a.C. Curiosidade: o nome de Crasso tornou-se um adjetivo devido à humilhante derrota contra o império Parta (Síria), Batalha de Carras, que lhe custou a vida e a de seu filho, selando o fim do acordo que levou à formação do triunvirato, abrindo caminho para César assumir o poder. É a ele que nos referimos quando falamos do “erro crasso” de alguém (ou nosso mesmo).

Mas retomando a frase de Pompeu: a versão “fernandina”, digamos assim, tem um sentido (aliás, encontrar sentidos foi um dos temas mais presentes nesta resenha) aplicável também à nossa seara dos investimentos. Se o verso tem um valor de face fácil de reconhecer – o de que navegar é algo necessário, essencial, e que viver seria menos necessário que navegar (o que é certamente uma alusão à aspiração lusitana por se lançar ao mar, por viverem bem à beira dele), há outro sentido, mais sutil, e com o qual estamos alinhados.

Neste, navegar seria uma ciência de precisão exata – algo que se faz com cálculo e método. Não por acaso, há instrumentos cada vez mais precisos para orientar navegantes (no sentido amplo: aeronautas, astronautas, pilotos no Rali Paris-Dakar, mesmo quem faz trilhas), veículos cuja engenharia os torna cada vez mais eficientes. Navegar seria então um “logos” – um corpo de conhecimento bem estabelecido. Já viver não é algo preciso: não há uma “ciência do viver”, um algoritmo que permita evitar os obstáculos e maximizar o prazer. Seria uma arte, ou, para abusar do grego antigo, uma *techné* – um saber prático, que aprendemos enquanto vamos vivendo.

Em meio a tanta incerteza no mercado, lembramos ao investidor que, apesar de parecer caótico, investir é algo que se faz com ferramentas e método. É um “logos”, um conhecimento científico. Por isso, ele pode ficar tranquilo: gerimos seus recursos, a nós confiados, com ciência, com “logos”. E, com os ganhos proporcionados, esperamos que o investidor possa aperfeiçoar-se na arte de viver, e de bem viver.

Pois bem, a descendência de povos navegadores talvez tenha impregnado meu DNA com esta paixão. Mas a analogia não para aqui. Na Trígono navegamos (investimos) fora do mapa-múndi (*benchmarks* ou índices de referência), sem temer ventos de proa (contrários e fora do consenso) e os riscos assumidos (empresas menores e menos conhecidas), pois acreditamos em nossas próprias cartas náuticas (em nossa pesquisa, e não na opinião de terceiros) e nas nossas interpretações celestes (balanços e fundamentos das empresas). Criamos nossos próprios instrumentos (associando EVA, dividendos e ESG), como base para uma boa navegação.

Para finalizar, não poderia deixar de recomendar duas leituras, de um mesmo autor. Não são livros sobre investimentos, mas leituras muito agradáveis sobre a disputa pelo controle do mar Mediterrâneo por cristãos e muçulmanos (império turco otomano) e sobre a conquista do oceano Índico pelos intrépidos navegadores lusos (este inclusive explica que o Brasil não foi descoberto por Cabral, como nos ensinam).

Acreditamos no valor da exposição a diferentes fontes de informação, diferentes áreas do conhecimento, a conteúdos históricos – a tudo, enfim, que nos ensine sobre riscos, decisões, a contrariar o consenso/senso comum, a planejar, ousar etc. Aplicamos esses conteúdos todos em nossas vidas, pessoais e profissionais. Os livros: *Impérios do Mar e Conquistadores – Como Portugal forjou o primeiro império global*, ambos de Roger Crowley (ops, Roger no nome?), escritor e historiador britânico, formado em história pela Universidade de Cambridge.

Espero que tenham gostado deste longo relato e que participem de nosso entusiasmo com a empresa, seu futuro e o legado de seu fundador. Agradecemos uma vez mais a atenção e a confiança depositadas na Trígono e em nossa maravilhosa equipe.

**Werner Roger - sócio e gestor**

**Gabriela Carvalho e Yuhzô Breyer – equipe de investimentos**

#### **PÓS-ESCRITO**

\*A semiótica (o nome vem do grego *semeion*, que quer dizer "signo") é o estudo de todo tipo de linguagem, segundo a especialista Lúcia Santaella. Como se trata de um assunto bastante técnico na área da filosofia, recomendamos ao leitor que eventualmente tenha ficado curioso um simpático livrinho introdutório ao tema, da própria Santaella, *O Que É Semiótica?*, escrito para a Coleção Primeiros Passos, da Editora Brasiliense. Para uma abordagem mais, digamos, aplicada, mas bastante lúdica, interessante e mesmo divertida, recomendamos o clássico *Apocalípticos e Integrados*, do italiano Umberto Eco (1932-2016), autor também de *O Nome da Rosa*, professor da matéria na Universidade de Bolonha e um dos maiores intelectuais do nosso e de qualquer tempo.

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, as quais 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.



[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)

Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil