



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

FEVEREIRO 2023

RESENHA MENSAL

Quando menos vale mais.
Quantidade ou qualidade?

Quando menos vale mais. Quantidade ou qualidade?

Prezados leitores e investidores,

Atualmente somos bombardeados por uma quantidade incrível de informações, ofertas das mais variadas naturezas, e nosso tempo disponível parece encurtar cada vez mais. Nossas horas de sono são reduzidas, tempo para ler um livro tranquilamente é um luxo, e até o nosso lazer fica comprometido.

No trânsito, o viva voz permite que nos comuniquemos continuamente, evitando multas de trânsito, mas distraíndo nossa atenção. O smartphone parece ter se transformado em um membro do nosso corpo, carregando-o para todo o lugar, alguns até dormem com ele, ligado. O whatsapp de redes sociais rouba nosso tempo, nossa atenção e nossa produtividade profissional ou mesmo nossas atividades diárias ficam prejudicadas. Nosso estimado leitor já calculou qual o tempo que gastamos cada dia lendo ou escrevendo mensagens através do nosso smartphone? Deve ter um aplicativo para contar esse tempo, como existe para contar os passos diários ou distância percorrida.

Dentro deste contexto estressante surge uma alternativa, ou pode-se até dizer, filosofia de vida, onde o menos é mais ou vale mais, ou minimalismo. Aquele indivíduo que adota o minimalismo deseja menos coisas e menos consumo, menos compromissos, e menos distrações inúteis.

O movimento minimalista surgiu na década de 50 em Nova York, na pintura e escultura, caracterizado pela simplificação das formas e cores, artes visuais e até arquitetura e decoração. O minimalismo exerceu influência no *design*, produzindo soluções simples, mas funcionais. O termo minimalista teria sido criado pelo filósofo britânico Richard Willheim (1923-2003) em 1965. Acadêmico, Willheim lecionou na universidade de Londres, Columbia, Berkeley, Harvard, entre outras. Autor de muitos artigos e livros, ficou conhecido pelos trabalhos relacionados a emoções relacionado a artes visuais, notadamente pintura. Destacam-se os livros *Art and its Objects* (1968) e *Painting as an Art* (1987). Embora poderíamos escrever bastante sobre Willheim, vamos voltar ao tema desta resenha, após a breve introdução do minimalismo e sobre o autor.

Minimalismo pode ser resumido como simplicidade e foco, é aí que fazemos nossa analogia aos investimentos. Já comentamos outras vezes que o comportamento tem uma importância maior na tomada de decisões em relação ao conhecimento técnico. As emoções predominam sobre a razão. E como escrevemos no início desta resenha, a carga de informações, que influenciam nossas emoções, contaminam o processo de tomada de decisões. Muitos investidores buscam a pedra filosofal dos investimentos através da tecnologia, programas ou sistemas que nos indicariam as melhores opções de investimentos e mesmo uma carteira ideal. Será isso possível?

James (Jim) Simons, matemático, filantropo, considerado o maior gestor de Wall Street através da gestora Renaissance fundada em 1982. Seu fundo Medallion teve um retorno anual de 66,07% (39,2% líquido das despesas e comissões da gestora) durante 30 anos, entre 1988 e 2018. O fundo cobrava 5% de taxa de administração e 20% de performance entre 1988 e 2000, 36% em 2001, e de 2002 em diante esta passou para 44%. Há quem reclame das taxas de administração e de performance. Mas o

importante é o retorno líquido, já deduzidos os custos da gestão. Alguém reclamaria com o Jim? Creio que não.

Quem investiu US\$ 100 em 1988, teria US\$ 399 milhões em 2018, sem um único ano de desempenho negativo. Está aí a tão sonhada pedra filosofal (substância da alquimia que poderia transformar qualquer metal em ouro, também conhecida como elixir da longa vida).

Em 2008, ano da crise da *sub-prime*, o fundo Medallion rendeu 98,2%, enquanto o índice S&P 500, caiu 38,5%. Simons se aposentou como gestor em 2009, continuando como presidente do Conselho de Administração da Renaissance até 2021. Em 2022 o fundo teve um ganho de 19%. Quem quiser saber mais sobre Jim Simons, recomendamos O Homem que Decifrou o Mercado, como Jim Simons Criou a Revolução Quant, autor Gregory Zuckerman, editora Alta Books.

Como não temos Jim Simons, nem a pedra filosofal, praticamos na Trígono uma gestão minimalista, ou seja, focada, concentrada e baseada nos fundamentos das empresas. As seis empresas que apresentamos os resultados dos últimos 5 anos (coincidem com o início de Trígono em out/17), representam 82% dos investimentos da Trígono nos fundos. Esta concentração, ou seja, gestão minimalista, nos permite acompanhar muito de perto as empresas e os fatores econômicos a elas relacionadas, tanto sobre o mercado em que atuam, bem como inerentes aos próprios negócios.

Os dados a seguir ilustram a evolução das receitas, EBITDA, lucro líquido, retorno das ações (TIR) nos 5 anos e múltiplos atuais.

Receita Líquida

Receita Líquida	2017	2018	2019	2020	2021	set/22
Ferbasa (1)	1.109	1.310	1.186	1.539	2.296	3.107
Kepler Weber	578	576	584	671	1.226	1.730
Metal Leve	2.265	2.592	2.526	2.403	3.615	4.050
Schulz	687	947	1.060	1.051	1.706	1.998
Tupy	3.706	4.828	5.164	4.258	7.083	9.646
Unipar	3.020	3.469	3.049	3.828	6.289	7.854
Total	11.365	13.722	13.568	13.750	22.215	28.385

(1) não consolidado

Receita Líquida	2017-22	2018-22	TIR 5 anos	2017-22	YIELD UDM
Ferbasa (1)	31%	36%	29%	255%	11,2%
Kepler Weber	32%	41%	35%	354%	15,3%
Metal Leve	23%	27%	12%	76%	13,7%
Schulz	31%	33%	35%	353%	5,2%
Tupy	29%	32%	12%	74%	1,1%
Unipar	29%	34%	64%	1094%	14,6%
Total	28%	32%			
Média	29%	34%	31%	368%	

(1) não consolidado

EBITDA

EBITDA	2017	2018	2019	2020	2021	set/22
Ferbasa	321	383	177	380	876	1.410
Kepler Weber (2)	-13	48	83	109	233	530
Metal Leve	402	467	441	296	726	810
Schulz	91	122	138	187	292	411
Tupy	521	677	700	605	878	1.221
Unipar	631	1.007	581	947	3.164	3.493
Total	1.954	2.704	2.119	2.523	6.170	7.875

(2) 2018-set/22

EBITDA	2017-22	2018-22	TIR 5 anos	2017-22
Ferbasa	40%	47%	29%	255%
Kepler Weber (2)	N/A	86%	35%	354%
Metal Leve	25%	29%	12%	76%
Schulz	41%	45%	35%	353%
Tupy	27%	29%	12%	74%
Unipar	46%	45%	64%	1094%
Total	38%	41%		
Média	36%	56%	31%	368%

(2) 2018-set/22

Lucro Líquido

Lucro Líquido	2017	2018	2019	2020	2021	set/22
Ferbasa (3)	270	309	221	70	643	1.147
Kepler Weber	-34	8	38	68	155	363
Metal Leve	237	292	259	125	567	571
Schulz	40	70	97	142	193	250
Tupy	153	272	279	-76	203	507
Unipar	306	547	172	370	2.004	1.874
Total	973	1.498	1.066	698	3.764	4.712

(3) não consolidado

Lucro Líquido	2017-22	2018-22	TIR 5 anos	2017-22
Ferbasa (3)	39%	47%	29%	255%
Kepler Weber	N/A	86%	35%	354%
Metal Leve	28%	29%	12%	76%
Schulz	49%	45%	35%	353%
Tupy	34%	29%	12%	74%
Unipar	48%	45%	64%	1094%
Total	42%	41%		
Média	40%	56%	31%	368%

(3) não consolidado

Principais indicadores e múltiplos

set/22	Dívida Líq.	DL/EBITDA	Capitaliz. (BRL mi)	EV (BRL mi)	EV/EBITDA	P/L
Ferbasa (1)	-889	-0,63	4.550	3.661	2,6	4,0
Kepler Weber	-152	-0,29	1.798	1.646	3,1	5,0
Metal Leve	59	0,07	3.948	4.007	4,9	6,9
Schulz	361	0,88	1.682	2.043	5,0	6,7
Tupy	1.544	1,26	3.942	5.486	4,5	7,8
Unipar	-192	-0,05	8.907	8.715	2,5	4,8
				Média	3,8	5,8

(1) não consolidado

Comentários:

Ferbasa (FESA4): a empresa dedica-se a mineração (cromo, quartzo e cal), atividades florestais para produção de biorredutor (carvão vegetal que substitui o coque) e atividade principal ferroligas, ferro-cromo (FeCr) e ferro silício standard e de alta pureza (FeSi75% e HP). Em abril de 2018 adquiriu um complexo eólico denominado BW Guirapá com valor contábil atual de R\$ 519 milhões. Com potência instalada de 170 MW e garantia física de 81 MW, BW está com energia contratada até 2034 como energia de reserva. Seu valor em abril de 2018 foi determinado em R\$ 812 milhões (R\$ 10.000/MW de garantia física), sendo R\$ 362 milhões de dívida da BW (TJLP + 2,65% e vencimento final em nov/32), e R\$ 450 milhões pelo capital (*equity*), dos quais R\$ 300 milhões pagos à vista e R\$ 150 milhões financiados em três anos, posteriormente alongado para cinco anos. A demanda de energia da Ferbasa a plena carga equivale a 241 MW. Em 30/12/22 a Ferbasa informou ao mercado que negocia com a AES Brasil transação envolvendo a BW. Esta gerou receita líquida de R\$ 73 milhões e EBITDA de R\$ 43,5 milhões em 9m22 e possuía uma dívida de R\$ 244 milhões junto ao BNDES. Caso a BW seja negociada pelo valor contábil de R\$ 519 milhões, o caixa líquido da Ferbasa seria de R\$ 1,4 bilhões, EV de R\$ 3,14 bilhões e múltiplo de EV/EBITDA ajustado nos últimos 12 meses de 2,7x. A venda da BW não traz qualquer implicação para a Ferbasa, pois a energia que a mesma produz estará disponível para a empresa consumir ou comercializar apenas em 2034 e representa 1/3 das necessidades atuais de seu consumo. Em janeiro de 2021 a Ferbasa anunciou a contratação junto a AES Brasil de 80 MW pelo prazo de 20 anos do Complexo Eólico Cajuína (RG Norte) com início de fornecimento em 2024. Neste mesmo ano se encerra um contrato de 30 MW junto ao mercado livre, e em 2023 o contrato com a CHESF se reduz em 20 MW para 145 MW. Desta forma, entre 2024 e 2034 a Ferbasa terá como suprimento de energia 145 MW da CHESF, 80 MW da AES Cajuína e 30 MW do mercado livre, 10 MW acima da capacidade de 245 MW. Acreditamos que Cajuína seria uma antecipação da energia gerada pela BW e que poderia ser envolvida na negociação da BW.

Kepler Weber (KEPL3): fundada em 1925, a empresa é líder no mercado brasileiro de silos e armazéns, com cerca de 40% do mercado brasileiro. Tendo em vista o EBITDA negativo e prejuízo em 2017, não calculamos o crescimento de ambos entre 2018 e set/22 (UDM), mas somamos os valores no lucro líquido e EBITDA às demais 5 principais empresas investidas pela Trígono. Os resultados da KW tem sido aqueles de crescimento mais expressivos nos últimos 3 anos, com crescimento de 3x na receita líquida, 6,4x no EBITDA e 9,5x vezes no lucro sobre 2019, ou seja, pré-pandemia, enquanto suas ações proporcionaram um retorno de 197,3% entre 2019 e 2022, ante queda de 5,1% do IBOV e 28,5% do índice SMLL. A KW deverá migrar para o Novo Mercado na AGE - Assembleia Geral Extraordinária, em 3 de março de 2023, fato que poderá ampliar o universo de investidores e liquidez de suas ações. Destacamos o déficit de 100 milhões de ton. de capacidade de armazenamento de grão ante a produção estimada na safra 22/23 de 330 milhões de ton. e o fato de o presidente Lula ter destacado que a Conab terá um papel importante na regulação de oferta de alimentos e para isso será necessário contratar armazenamento ou investir em capacidade própria. A perspectiva de um crescimento na produção anual de grãos entre 6% a 7% até o final de década, potencializa a perspectiva de ampliação deste enorme déficit, e na nossa visão, sustentará o crescimento da Kepler Weber, além da necessidade de modernização e manutenção dos silos existentes, com automação, segurança operacional e eficiência energética.

Metal Leve (LEVE3): atuando como fornecedora de componentes automotivos para montadoras e mercado de reposição (*after market*), a empresa se destaca como uma das principais distribuidoras de

dividendos da B3. Em 2018 e 2019 pagou R\$ 504 milhões de dividendos para um lucro de R\$ 549 milhões acumulado nos dois anos. Entre 2020 e 2021, devido à pandemia e a estratégia de fortalecer o caixa, a empresa distribuiu R\$ 252 milhões aos acionistas para um lucro de R\$ 688 milhões nos dois anos. E 2022, para um lucro de R\$ 440 milhões até setembro, a empresa voltou a normalidade quanto a distribuição de dividendos com R\$ 404 milhões, relativo a 2021, ou seja, acumulando R\$ 656 milhões de 2020/21, ou 95% sobre lucro destes dois anos. No entanto, resta ainda uma reserva específica de R\$ 176 milhões sobre 2019, ainda não distribuído, mas em reserva especial e a distribuição dos dividendos sobre o resultado recorde de 2022. Em 26/12/22, a empresa divulgou o provento de R\$ 107 milhões de JCP, pago em 26/01/23 com referência de 2022. Estimando a manutenção do lucro líquido de R\$ 571 milhões (últimos 12 meses até set/22), e o histórico de 95% do lucro líquido, poderá haver uma distribuição adicional de R\$ 435 milhões (deduzindo o JCP de dez/22). Se adicionarmos os R\$ 176 milhões em reserva especial, a empresa possui ainda em torno de R\$ 611 milhões de proventos a serem distribuídos baseados em 2022 e 2019, que equivale a 15,5% de *yield* potencial para 2023 sobre os resultados de 2022 e 2019. Se adicionarmos os R\$ 107 milhões já antecipados, este *yield* se eleva para 18,2%. Devemos ainda destacar a estagnação do mercado de veículos desde 2019 devido à falta de componentes e pandemia, com a perspectiva de retomada do mercado local e aumento das exportações para as montadoras no exterior, sendo que o mercado de reposição manteve-se robusto, tanto localmente como no exterior, fato que explica o crescimento anual das receitas em 23% desde 2017, em ambiente bastante negativo. No entanto, o EBITDA e lucro líquido crescendo em ritmo ainda mais acelerados, 25% e 28%, respectivamente, muito acima do retorno anual das ações de 12% nos últimos 5 anos, ou seja, o preço das ações ficou bem atrasado em relação ao desempenho e resultados da empresa.

Schulz (SHUL4): a empresa possui duas linhas de negócios, com cerca de 85% das receitas relacionadas a linha automotiva pesada (caminhões, tratores e máquinas da linha amarela ou *offroad*), e 15% compressores, sendo 20% direcionado às exportações. Mesmo em ambiente desfavorável devido à pandemia em 2020, a Schulz apresentou nos últimos cinco anos um crescimento impressionante de 31% nas receitas, 41% no EBITDA e 49% no lucro líquido. Nos últimos cinco anos, o ambiente de incertezas não inibiu seus investimentos, totalizando R\$ 560 milhões, ampliando linhas de produtos, novas fábricas e permitindo seu crescimento quando o mercado encolheu. Somente estes investimentos representam 1/3 do valor de mercado atual da empresa, mas que ainda trarão crescimento nas receitas. De 2017 para set/22 o endividamento líquido cresceu de R\$ 112 milhões para R\$ 361 milhões, enquanto o EBITDA multiplicou 4,5x de R\$ 91 milhões para R\$ 411 milhões evidenciando que os investimentos não comprometeram sua estrutura de capital e alavancagem. Para um crescimento de 191% nas receitas em 5 anos, quase triplicando, o número de colaboradores aumentou apenas 45% de 2.511 para 3.641 pessoas, representando importante ganho de produtividade e destaque no setor automotivo. Com crescimento de 49% anual no lucro líquido, as ações se valorizaram num ritmo bem menor, 35% anual. Seu crescimento nos próximos anos será sustentado pela ampliação do parque industrial, como novas plantas, crescimento do agronegócio no Brasil, investimentos em infraestrutura e mineração, e maior demanda por logística (caminhões e reboques), além da modernização de toda frota de veículos pesados no Brasil. Acreditamos que o BNDES terá papel importante no financiamento dos investimentos no setor, além da disposição do novo governo em apoiar o processo de descarbonização da frota de veículos, notadamente os pesados.

Tupy (TUPY3): fundada em 1938, com 84 anos, é líder mundial (ex China) no fornecimento de blocos e cabeçotes de ferro fundido para a indústria automotiva. Com a aquisição do principal concorrente em out/21, a Tupy deu um novo salto no crescimento, com as receitas evoluindo 29% ao ano, desde 2017, embora em ambiente adverso, com as montadoras (único mercado até nov/22) sofrendo com a falta de componentes, notadamente semicondutores, situação que vem se normalizando gradativamente. Com a aquisição das operações no Brasil da fabricante de motores MWM em 1/dez/22, a Tupy terá um novo salto de crescimento. As receitas líquidas de R\$ 9,6 bilhões e EBITDA de R\$ 1,22 bilhões em set/22 (últimos 12 meses), passam em base pró-forma para R\$ 12,8 bilhões e R\$ 1,5 bilhões, tendo por base dados de 2021 da MWM. Importantes sinergias, com acessos ao mercado de reposição, novos produtos e mercados, a aquisição da MWM trará benefícios muito além da soma de receitas e EBITDA. Além destes aspectos, os negócios combinados potencializam a exploração de oportunidades em descarbonização, especialmente pelo uso do biometano em motores produzidos pela MWM, tendo a Tupy como fornecedora de componentes. A aquisição da MWM pelo valor de R\$ 880 milhões, ou 4x o EBITDA de 2021, e abaixo do múltiplo de 4,5x da própria Tupy, foi 100% financiada através da emissão de R\$ 1 bilhão de debêntures com prazo de 5 anos e ao custo de CDI + 1,5%, sem impacto no caixa da Tupy. Com uma valorização das ações de 12% ao ano nos últimos 5 anos, embora o EBITDA e lucro líquido tenham crescido ao ritmo de 27% e 34% nos últimos 5 anos, acreditamos que as ações da Tupy esteja entre aquelas de nossos portfólios com um dos maiores descontos e perspectiva de valorização nos próximos 3 anos, não só pelo grande atraso do preço das ações em relação aos resultados já apresentados, mas especialmente pelas capturas das sinergias que ainda serão exploradas na Teksid (atual Tupy-MG), aumento das margens de rentabilidade tanto da Tupy como pela Tupy-MG, da própria MWM. Acreditamos que existe ainda um grande enorme espaço para crescimento nos volumes produzidos, ainda com uma capacidade ociosa entre 25% e 30% da Tupy, que será preenchida gradativamente, proporcionando absorção de custos fixos, e ganhos de produtividade. Maiores volumes produzidos e vendidos ainda trarão além do crescimento das receitas destas vendas, maior valor agregado com usinagem, motores, e produtos mais sofisticados tecnologicamente com maior valor agregado por tonelada. Nos parece que o mercado ignora amplamente o impacto positivo destas duas aquisições nos próximos anos e uma excelente perspectiva de mercado onde a Tupy atua, além da demanda reprimida e necessidade de renovação das frotas de veículos pesados, notadamente na América do Norte, principal mercado da Tupy, mas também no Brasil e a necessidade de descarbonização e frotas mais eficientes e econômicas, especialmente com a elevação do preço do diesel em todo o mundo, e a possibilidade da sua substituição pelo biometano, de menor custo e com impacto positivo ao meio ambiente, especialmente quando substitui veículos antigos ou apenas a troca de motores que utilizam o diesel pelo biometano, como aqueles fabricados pela MWM.

Unipar (UNIP6/UNIP3): a empresa se destaca por uma série de indicadores positivos, como o maior crescimento anual das receitas nos últimos cinco anos entre as principais investidas pela Trígono, com 29% ao ano, e impressionantes evoluções do EBITDA à razão de 46% e no lucro líquido de 48% anualmente. Este foi multiplicado mais de 6x, saltando de R\$ 306 milhões em 2017 para R\$ 1.874 milhões nos últimos doze meses, encerrado em setembro de 2022. Mas estes atributos não param aí, com a distribuição de dividendos de R\$ 1,375 bilhões como antecipação em 2022, e R\$ 1,42 bilhões em 2021, acumulando R\$ 2,8 bilhões distribuídos aos acionistas em menos de dois anos, que representa 31,4% sobre o valor atual da empresa, ou um *yield* médio de cerca 15% nos últimos dois anos. Cerca de 1/3 do lucro líquido em 2022 foi gerado pela subsidiária na Argentina, Indupa (adquirida da Solvay). Em uma operação para internalizar caixa desta subsidiária para o Brasil foi realizado transações com títulos

do governo argentino e posteriormente vendidos no mercado internacional, gerando uma perda de R\$ 362 milhões. Esta transação envolveu um empréstimo equivalente a R\$ 633 milhões da subsidiária argentina para o Brasil, com prazo de pagamento até 2030, e internalizados em torno de R\$ 271 milhões que serão utilizados em investimentos no Brasil, já que na Argentina não existem novos projetos que fariam uso deste caixa. Portanto, esta perda monetária de caixa na Argentina impactou os resultados do terceiro trimestre para menos em R\$ 362 milhões antes do efeito de imposto de renda e de natureza não operacional e não recorrente e que pode ser atribuído aos efeitos inflacionários na Argentina e a dificuldade de movimentar recursos para fora do país. Os excelentes resultados obtidos pela Unipar devem-se sobretudo ao aumento dos preços internacionais do complexo soda-cloro, do qual é líder na produção na América do Sul, além do PVC, ainda que no curto prazo os preços do PVC declinaram. A exemplo da Ferbasa que se beneficiou da conjuntura internacional de preços da energia elétrica, o mesmo ocorre com a Unipar, já que seus produtos e processo industrial possuem natureza eletrointensiva e os preços internacionais seguiram os custos. A empresa possui sólida posição financeira com caixa líquido de R\$ 192 milhões, além de créditos tributários de R\$ 664 milhões (PIS e Cofins) realizáveis até 2025. A empresa possui demandas judiciais relacionados à tarifa elétrica relativa a encargos regulatórios irregulares através de processo judicial coletivo patrocinada pela ABRACE (Associação Brasileira de Grandes Consumidores Industriais de Energia e Consumidores Livres). A Unipar vem investindo em energia própria (eólica e solar) e que deverá contribuir para redução nos custos, além de uma nova unidade de clorossoda em Camaçari/BA e expansão da unidade de Santo André. Na linha de investimentos, destacamos que a Unipar já demonstrou interesse na aquisição da unidade da Braskem no município de Mauá/SP, que inclusive é fornecedora de eteno para a Unipar. Caso tal aquisição seja concretizada, a Unipar se tornaria ainda mais integrada, já em processo no caso da energia elétrica. A empresa tem suas ações negociadas com elevado desconto, tanto os múltiplos de P/L e EV/EBITDA em 2,5x, ambos entre os mais baixos do mercado e longe de refletir o excelente momento que a empresa está passando e investimentos em curso, com efeitos na redução de custos.

Conjuntura Nacional

A projeção da safra brasileira segue otimista: boa parte das estimativas ronda a casa dos 311 milhões de toneladas – 14% a mais que na safra passada (estimativa Conab fev./23, safra 22/23), mesmo com problemas climáticos no Rio Grande do Sul. O PIB agrícola deste ano pode bater o recorde de 2017. É importante observar que esse aumento se dará com menos de 3% de crescimento de área plantada: eis aí o aumento de produtividade no Brasil em ação. O país é o principal exportador de soja do mundo e caminha para ocupar a mesma posição com o milho. Onde estocaremos o que se colhe em três meses, mas se exporta em 12?

Isso reforça a tese de que o Brasil aumentará muito ainda sua produção sem abrir novas áreas – e mais importante: sem desmatar. Virá daqui a oferta para atender a demanda crescente das próximas décadas, com o desenvolvimento de Ásia e África. O déficit de armazenagem segue crescente: não só a capacidade de armazenar cresce menos que a produção, como esse diferencial é cada vez maior – neste ano deverá bater em 130 milhões de toneladas, ou seja, mais de 40% de déficit sobre a produção anual de grãos. É o apagão do armazenamento.

Outro fato importante é que esse déficit e a razão armazenagem/produção varia muito de região para região do país: no Sul e em São Paulo, é relativamente controlado; já em regiões de novas fronteiras agrícolas, chega a níveis muito problemáticos. Mesmo agricultores com forte viés de alocação do capital para compra de novas terras são propensos a investir em silos em regiões como essas. Estão de olho em um dado muito ruim: a perda no pós-colheita pode variar de 25% a 30% dos grãos colhidos, além dos maiores custos logísticos e descontos nos preços quando se comercializa na safra ou durante a colheita. Também o setor de proteínas, alimentos e etanol de milho necessitam estocar os grãos ao longo do ano e na entressafra, pagarão mais caros pela menor oferta dos grãos ou estes já estarão comprometidos com exportações ou com as tradings.

O conflito entre Roberto Campos e Lula está cada vez mais claro. Há grande pressão para que o presidente do BC mude sua política contracionista. Campos vem respondendo de forma dura: nas atas do Copom e nas comunicações com a imprensa, ele tem avisado que, caso não se arrume o cenário fiscal brasileiro – que deverá ser tópico de discussão no fim do primeiro semestre e ao longo do segundo no Congresso –, o BC pode vir inclusive a elevar a Selic. Os efeitos da taxa de juros na economia já são claros e preocupantes não só para a sustentabilidade do crescimento econômico, mas para a própria trajetória da dívida brasileira.

Se sua pressão sobre Campos não o fizer mudar de postura, ou mesmo deixar o cargo, Lula pode tentar outras opções – como reverter a autonomia do BC no Congresso; aumentar as metas de inflação via CMN; ou mesmo demitir Campos, por descumprir a meta. Todas essas opções, ou quaisquer outras do mesmo tipo, estressariam bastante o mercado. Como sempre, a postura de Lula não é hegemônica dentro do PT e muito menos dentro da base de governo. O próprio ministro Fernando Haddad (Fazenda) tem tido uma postura muito mais conciliadora com o mercado – o mesmo se vendo por parte da ministra Simone Tebet (Planejamento).

Muitos têm se impressionado com a resiliência do real frente ao dólar, mesmo com as decisões tomadas pelo novo governo e com o noticiário predominantemente negativo. O diferencial de juros e o controle da inflação brasileira, além de dinâmicas do mercado externo, têm contribuído para domar o dólar. Mas uma alteração das metas de inflação, dependendo da forma como seja feita, pode ter um efeito forte e rápido no câmbio. Um dos motivos para o juro real no Brasil ser o maior entre os países do G20 é justamente a falta de crença no regime de metas brasileiro e expectativas quanto às questões fiscais, notadamente no novo governo.

Se a meta é mudada quando há dificuldades para alcançá-la, ela perde o sentido – e a credibilidade da política monetária brasileira vai igualmente pelo ralo. Mas é justamente essa credibilidade que vem ajudando a evitar que a depositada na política fiscal derreta.

Na Trígono, como nossos leitores já sabem, seguimos protegendo as carteiras em posições em empresas dolarizadas (preços internacionais e/ou exportadora, ou com plantas no exterior) ou de demanda dolarizada (clientes possuem receitas em moeda estrangeira ou exportam). Isso é importante num cenário, como o atual, de indefinição econômica, com o presidente deixando o mercado cada vez mais inseguro e preocupado. O presidente anterior, ao menos em se tratando de economia, reconhecia o pouco conhecimento, deixando o “Posto Ipiranga” (o ex-ministro ministro Paulo Guedes) como autoridade máxima no tema.

A reoneração tributária dos combustíveis deve ocorrer em breve, aliviando parte da pressão sobre o fiscal. Com a alta do açúcar vista nos últimos meses (recorde em 6 anos) e a retomada dos impostos sobre a gasolina, o setor sucroalcooleiro pode ter uma mudança de dinâmica relevante. A reforma tributária que deverá ser discutida – que engloba inclusive o proposto pelo secretário especial do Ministério da Fazenda, Bernard Appy – inicialmente beneficiaria em muito a indústria, em prejuízo do setor de serviços, como educação e saúde. O presidente Lula certamente verá isso com muito desagrado.

Em termos de burocracia, a reforma faria uma grande redução nos trâmites tributários das empresas, beneficiando a produtividade e melhorando a isonomia entre setores. Dentro desta reforma, há também grande possibilidade de ser discutida a tributação dos dividendos – que já era tida como opção pelo ex-ministro Guedes, mas jamais levada a cabo.

Segundo a Anfavea, a produção de veículos em janeiro cresceu 5% (ano contra ano), refletindo a melhora na oferta de chips. Em dezembro, a produção da indústria ficou estável comparada à de novembro. É um bom sinal, dadas as paradas de fim de ano. A produção de bens de capital cresceu 1,8% (mês contra mês). No mês passado, as vendas de caminhões cresceram 20% sobre janeiro de 2022; o destaque ficou com o crescimento no segmento de pesados: 37%. Os ônibus tiveram crescimento ainda mais expressivo: 65% de expansão nos licenciamentos. E os caminhões pesados viram extraordinários 75,4% de alta nas vendas da Scania – e investimos em uma das maiores concessionárias da marca no Brasil e no mundo.

O Brasil registrou em 2022 superávit comercial recorde: US\$ 62 bilhões. As exportações agrícolas foram o grande fator responsável, com alta de 32% (ano contra ano), atingindo US\$ 159 bilhões (47,6% do total exportado). E tal resultado foi construído com expansão de apenas 8,1% no volume embarcado e de 22,1% nos preços. Isso mostra a boa rentabilidade do campo e a capacidade para investimentos em tecnificação e bens de capital. Resta observar como será o Plano Safra 23/24, notadamente no tocante a investimentos em bens de produção (tratores, colhedeiças, implementos agrícolas) e a recursos do PCA para silos e armazéns. Ambos são de grande importância para a Trígono. Com comentamos no início desta resenha, o Brasil já está com um enorme déficit de armazenagem e os gargalos logísticos tendem a aumentar, com efeito nos fretes e atrasos em embarques portuários. No fim, é o produtor que paga a conta de toda esta cadeia de gargalos e ineficiências. O que se ganha da porteira para dentro, se perde quando se comercializa a produção.

A PNAD de novembro já reflete a mudança das expectativas da economia pós-eleição e a desaceleração por conta do juro. O desemprego aumentou de 8,2% para 8,3% em dezembro – primeira alta desde fevereiro de 2022. Em dezembro foram fechados cerca de 431 mil postos de trabalho com carteira assinada, mas o ano encerrou com 2.037.938 vagas criadas.

As vendas de varejo no final do ano decepcionaram boa parte dos lojistas. Dado o atual nível de endividamento da população, não parece que essa situação mudará em qualquer futuro próximo. O ano passado terminou com 77,9% dos brasileiros com algum tipo de dívida – um recorde, e 7% mais alto que o visto no fim de 2021. Na bolsa, muitas empresas do setor de varejo estão alavancadas e com baixa geração de caixa, num cenário bastante desafiador. Algumas já podem estar a caminho da insolvência ou da recuperação judicial. O evento Americanas tornará o acesso ao crédito ainda mais complicado para o setor, com *spreads* ainda mais altos. Na Trígono não temos exposição a varejistas.

A bolsa brasileira teve bom desempenho em janeiro, após ajuste do correto discurso inicial do novo governo, além do desempenho favorável do mercado externo. A boa vontade dos estrangeiros explica o janeiro positivo (como já comentamos mais acima).

Entre o fim de janeiro e o começo de fevereiro, porém, o discurso desfavorável ao mercado foi retomado. Novamente, a performance relativa do Ibovespa contra o índice SMLL foi negativa (3,4% versus 2,9%), refletindo a situação da alavancagem do índice – advinda do ‘rebaixamento’ de empresas alavancadas do Ibovespa para o SMLL. A Americanas surge aqui mais uma vez: seu peso no Ibovespa era bem pequeno – mas a varejista era uma das maiores no SMLL, e isso pesou no mês passado.

Outro fator é o fenômeno já descrito em Resenhas anteriores, de que quando o fluxo estrangeiro representa boa parte dos compradores, as ações que mais tendem a se beneficiar são as mais líquidas, e posteriormente esse fluxo vai se distribuindo para o resto da bolsa. Resta observar como serão os novos pronunciamentos de Lula, e se alguém vai gritar um “cessar-fogo” para a artilharia cerrada do presidente. Senão, será uma saraivada que poderá agravar a situação dos juros, deixando uma recessão desagradavelmente perto, e mesmo um rápido aumento do desemprego.

Torcemos por esse cessar-fogo – mas nosso posicionamento é defensivo e o dólar é nossa rede de proteção, com empresas que se beneficiam da desvalorização do real.

O IPCA-15 subiu 0,55%, perto do 0,52% de dezembro; em 12 meses, acumula alta de 5,87%. O boletim Focus (apurado junto a analistas de mercado e economistas) indica expectativa de inflação de 5,78% neste ano e de 3,93% no próximo. A meta de inflação perseguida pelo Copom era de 3,5%, com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual. Para 2023, a meta é de 3,25% (ou 4,75% já com a margem de tolerância). A julgar pelo Focus, já se espera de algum modo que ela – mais uma vez – não seja cumprida. Esse incômodo leva o BC a manter a taxa Selic muito elevada. No entanto, a inércia inflacionária e preços das *commodities* pouco respondem à vontade das autoridades monetárias.

Nossa inflação carrega os reajustes de uma infinidade de tarifas, mensalidades, aluguéis, serviços, salários. Isso tudo a realimenta, através da indexação geral da economia – herança maldita da hiperinflação que precedeu o Plano Real. Essa inflação inercial não é controlada por juros elevados: os preços seguem contratos baseados na inflação dos últimos 12 meses, independentemente dos juros. Alimentos dependem de clima, safra e preços internacionais, o que os imuniza também de movimentos dos juros – o mesmo valendo para as *commodities*.

O desaquecimento do setor varejista, imobiliário e de consumo é claro. O grande problema é ainda a oferta impactada pelos efeitos da pandemia, incluindo custo logístico e ruptura em cadeias de produção, devido à falta de componentes (como os semicondutores na indústria automobilística). A redução nos preços de gasolina e óleo diesel poderão ajudar a trazer a inflação para baixo, em parte compensando a eventual volta da tributação da gasolina e aumento de ICMS pelos Estados. Mas bastará para mudar a postura do Banco Central?

Definitivamente, não. E a queda de braço da autoridade monetária com os ministérios ligados à economia tentará melhorar a situação fiscal, para que se possa considerar a redução da Selic. Alterar a meta da inflação seria recebida pelo mercado como uma tentativa de interferência na política monetária. A reação seria péssima.

Em R\$ 5,95 trilhões (cerca de 73,5% do PIB em 2022), a dívida pública federal se encontra numa espiral perigosa, com prazo médio de vencimento de apenas 4 anos – equivalente, isso mesmo, a todo o atual mandato do presidente Lula. A distribuição desta dívida é: 27% pré-fixada; 30,3% corrigida pela inflação; e 38,3% corrigida pela Selic. Estimando-se um custo médio de 12%, somente as despesas com juros equivalem a R\$ 720 bilhões. Com PIB de R\$ 8,1 trilhões, e adicionando-se um déficit primário equivalente a 2% do PIB (ou R\$ 164 bilhões) em 2023, o país terá que financiar R\$ 884 bilhões, que custarão pelo menos R\$ 90 bilhões a mais de juros – acrescido de um novo déficit nominal em 2024 dos gastos públicos.

O estimado leitor entenderá facilmente o que esta combinação de dívida pública, juros elevados, necessidade de refinanciamento e déficit público significam. Tudo isso, combinado a uma queda na atividade econômica, a um aumento de desemprego e a queda de arrecadação tributária, só aumenta o déficit e necessidade de financiamento da dívida. Os investimentos do governo se tornam praticamente inviáveis. E esse mesmo governo descarta privatizações. Pode-se escolher entre ser sócio do governo e financiar esta dívida que só cresce, ou de ótimas empresas que ao invés de pagarem juros ou necessitarem refinar suas dívidas, apresentam lucros crescentes como demonstramos no início desta resenha, e distribuem excelentes proventos aos acionistas. Ficamos com a seguinte hipótese e nossos investidores participam desta escolha investindo em nossos fundos.

Conjuntura Internacional

Desde a reabertura da China, houve uma curiosa e inesperada divergência entre o desempenho das *commodities* energéticas e o das *commodities* metálicas. Esperava-se que as primeiras – em particular o petróleo – fossem as grandes vencedoras com a reativação da economia da China – e a volta da circulação de sua população, tanto internamente quanto por outros países. Com a situação da covid-19 no país em rápido ritmo de normalização, as restrições caíram e o consumo de petróleo no país teve uma recuperação – e neste ano a demanda lá deverá responder por 50% do aumento da registrada no mundo todo. Mesmo assim, o petróleo tem apresentado performance negativa: o Brent é negociado próximo a US\$ 70 atualmente, ante quase US\$ 100 há 3 meses. Uma queda de 30%.

Já as *commodities* metálicas estão com forte desempenho: o índice S&P GSCI Industrial Metals foi de 390 para quase 500 pontos desde setembro – num salto de mais de 28%. Essa dinâmica é inesperada, já que a recuperação do mercado imobiliário chinês, mesmo em curso, não está tão rápida quanto o aumento do consumo do petróleo.

No geral, a economia da China tem dado fortes sinais de recuperação, com um PMI bem acima do esperado e na ascendente. O indicador referente ao segmento de serviços saiu de 48 para 53 pontos, mostrando tendência de alta (resultados acima de 50 pontos indicam expansão) pela 1ª vez em 5 meses.

Mas a situação fiscal chinesa fora do âmbito federal (ou seja, nas províncias) é relativamente preocupante. Boa parte da política de covid-zero foi responsabilidade das províncias, e há relatos de problemas graves em bancos locais – como no escândalo dos correntistas impedidos de sacar seu dinheiro em setembro. O governo central tem tido uma postura dura com os governos locais, deixando claro que não haverá resgate – o que já levou vários a cortar salários de funcionários públicos em cerca de 30% e a colocarem em prática o reequilíbrio fiscal. **Eis aí uma boa lição ao Brasil.**

Os bancos centrais globais continuam no processo de elevar juros. Nos EUA, o presidente do Fed, Jerome Powell, reconheceu em entrevista que já há sinais claros de deflação, e isso deu certo alento aos mercados. Mas nem tudo são flores: ele afirmou que o Fed deverá continuar elevando os juros até o intervalo de 5% e 5,25%, fazendo então uma pausa e aí ficando até o fim deste ano.

Uma parte considerável do mercado, no entanto, vê na curva futura de juros motivo para duvidar disso: a curva em questão precifica um nível final abaixo de 5%. Muitos se lembram ainda de 2021, quando o Fed afirmou que a inflação era transitória e subitamente mudou sua postura. A principal preocupação do BC dos EUA no momento é a inflação de salários – que repassa o aumento de preços para serviços, gerando um componente inercial para a inflação por lá.

Os sinais da economia americana seguem mistos: o mercado de trabalho segue muito forte, surpreendendo positivamente. Mas mercado imobiliário, PMI, endividamento e poupança indicam fraqueza econômica. Na Europa os sinais também são mistos, embora a economia também venha apresentando força acima do esperado.

Há grandes esperanças de um *soft landing* nos EUA e de uma Europa vendo o fantasma da recessão no retrovisor. Infelizmente, isso ainda é mais torcida que fato concreto: o BCE (Banco Central Europeu), ao se atrasar no começo da alta de juros, segue ainda contracionista e as consequências da mudança da política monetária são mais incertas que nos EUA.

Quanto a outros países, a Índia deve crescer mais de 6% neste ano e quase 7% em 2024, segundo o FMI. Na África do Sul, o imbróglcio energético continua: já são 100 dias consecutivos de cortes energéticos e apagões – um recorde –, sem fim em vista para essa situação, e tendência é de piora contínua e com aumento na tarifa de 18% em abril, abaixo dos 30% solicitados pela Eskom, empresa estatal responsável pela geração de energia elétrica no país (de origem 95% térmica a carvão). Com a retomada da China, o crescimento indiano e a contínua restrição de oferta sul-africana, o cenário para ferroligas – notadamente o ferro-cromo, essencial para o aço inoxidável – tende a ser favorável em 2023, mesmo com as perspectivas mistas do ocidente. Na Índia, o preço do ferro-cromo atingiu patamar que não se via há mais de 8 meses, o mesmo ocorrendo na China.

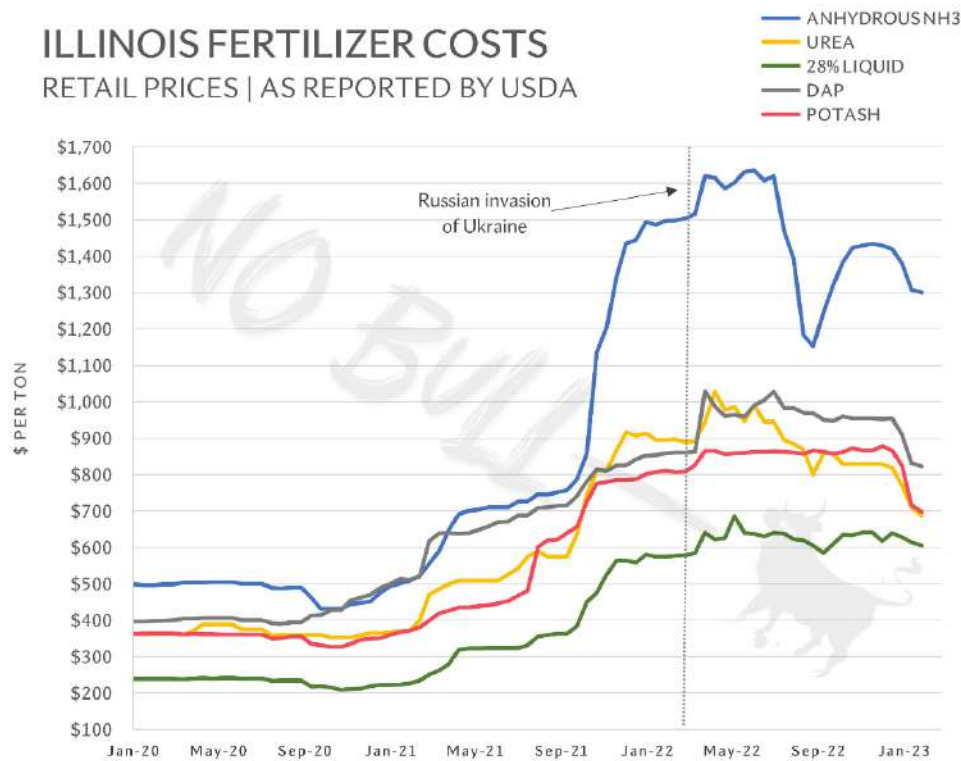
No mercado de ferrosilício há uma alta contida dos preços; com a queda do preço do carvão mineral e a alta do aço carbono, a margem das siderúrgicas chinesas deverá voltar a melhorar. Isso, por sua vez, deverá incentivar a produção, dada a volta do crescimento do consumo de aço.

Os preços do gás natural em queda livre também têm ajudado a baixar os preços dos fertilizantes. Isso, aliado à alta recente da soja e do milho, faz projetar margens consideravelmente maiores para os produtores agrícolas em relação à safra passada. Na cadeia automotiva, o mercado de semicondutores segue em forte recuperação e há esperanças de que no fim deste ano a situação já esteja em grande parte normalizada. O Dodge Index (que indica a força do mercado de construção não-residencial americano) segue muito forte, puxado por prédios comerciais, infraestrutura, armazéns logísticos, data centers, hospitais, etc.

Com oferta de chips normalizada, lucratividade no setor agrícola e força na construção não-residencial, o mercado de autopeças e máquinas (no segmento de bens de capital) deverá compensar a queda na construção residencial e no consumo do varejo. Tudo isso enquanto o setor de tecnologia vem reportando resultados cada vez mais decepcionantes. Será a volta da economia real?

Para a Trígono, os ótimos indicadores ligados a bens de capital nos EUA e a queda nos preços dos fertilizantes (favorecendo o agronegócio brasileiro) estão entre os fatores que favorecem as principais empresas investidas relacionadas ao setor industrial e agronegócio, ambos bem próximos, pois tratores, colhedeiças e caminhões estão intimamente associados ao agronegócio para produção e logística.

Quanto aos preços das *commodities* metálicas, China e Índia como grandes motores para a alta de preços – especialmente ferroligas ligadas à demanda de aço e ao custo da energia elétrica além do coque metalúrgico – são as melhores notícias que se poderia ter.



SOURCE: USDA-IL DEPT OF AG MARKET NEWS

Fonte: USDA

December 2022 DODGE MOMENTUM INDEX

DODGE MOMENTUM INDEX

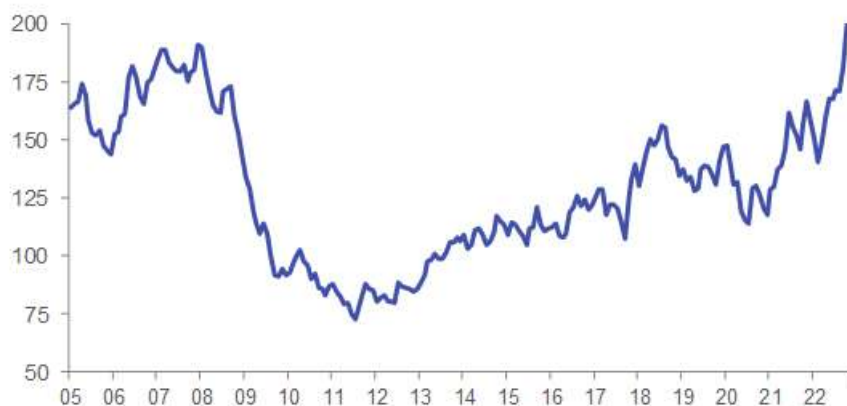
(2000=100, Seasonally Adjusted)

	Dec-22	Nov-22	% Change
Dodge Momentum Index	222.2	208.3	6.6%
Commercial Building	281.0	259.2	8.4%
Institutional Building	149.3	145.4	2.7%

Source: Dodge Construction Network

DODGE MOMENTUM INDEX

(2000=100, Seasonally Adjusted)



Fonte: Dodge CN

Desempenho dos Fundos – Janeiro 2023

Praticamente todos os nossos fundos começaram 2023 com o pé direito. Destaque especial vai para o Prev 70 e para o Delphos, que entregaram retornos acima de 5% no mês – o primeiro inclusive apresentou valorização de 6,57% (bem acima do CDI mensal de 1,12%) mesmo com 70% alocados em renda variável e 30% em renda fixa.

Abaixo dos 5%, mas ainda assim merecedores de destaque, estão: Icatu 100 (+4,35%); Flagship 60 (+2,62%); e Verbier (+2,57%). Como ultrapassaram suas respectivas “linhas d’água”, precisaram provisionar taxa de performance de 20% sobre os respectivos índices de referência.

Linha d'água significa que o fundo está acima do valor de sua cota quando pagou a taxa de performance pela última vez. Essa taxa, na realidade, representa a remuneração da gestora sobre o alfa (excesso de retorno sobre o *benchmark* ou índice de referência). Ao cotista cabe todo o desempenho nominal do fundo, acrescido de 80% do gerado acima do *benchmark* desde o pagamento da última taxa de performance. A taxa é calculada diariamente e já é descontada do desempenho dos fundos, mas seu pagamento pelo fundo é semestral (cortes nos finais de dezembro e de junho de cada ano).

No campo negativo vem o Trígono Power & Yield, com queda de 0,59% (próximo do -0,34% do seu referencial, IEE). Apesar do leve desempenho negativo em janeiro, o fundo está posicionado para se beneficiar das principais tendências energéticas nacionais e internacionais, exposto ao mercado brasileiro de gás, ao processo de descarbonização da economia chinesa, à crise energética na Europa, às privatizações, ao mercado de etanol e biomassa (energia limpa e renovável) e a empresas eletrointensivas que geram sua própria energia e intensificam investimentos nessa geração – para torná-las ainda mais de baixo custo, renovável e limpa.

De modo geral, a bolsa teve bom desempenho no mês. O mercado ficou de olho no novo governo, com discursos fiscais, tributários e (até certo ponto) intervencionistas – mas o fluxo estrangeiro seguiu intenso, e os principais índices se valorizaram de forma expressiva. Os destaques ficaram por conta do IDIV, com 5,89%; Ibovespa (alta de 3,37%) e SMLL (+2,92%) – os dois últimos muito acima da renda fixa, que se defrontou em algumas carteiras com o tsunami do caso Americanas – contaminando muitos fundos, de crédito e até imobiliários. Houve um efeito indireto de desvalorização de títulos privados contaminados pelos papéis da varejista (alguns fundos tiveram mesmo que vender debêntures para fazer frente a resgates).

Que fique claro: fundos de crédito com retorno menor em janeiro não necessariamente estavam expostos em Americanas; podem simplesmente ter sido atingidos pela desvalorização das debêntures de forma geral.

Como observado acima, mais uma vez, os investidores estrangeiros inundaram a B3: foram nada menos que R\$ 12,5 bilhões no mês. Temos destacado esses números, pois o capital estrangeiro normalmente tem um viés de longo prazo e procura fundamentos – crescimento, dividendos e múltiplos baixos. Já investidores institucionais e individuais locais querem o “quentinho” da renda fixa, com a Selic em 13,75% – firmando a duvidosa reputação do Brasil como “país do rentismo”. Os institucionais venderam R\$ 10 bilhões em janeiro e os Individuais, R\$ 1,8 bilhão, com a diferença relacionada aos demais investidores, como instituições financeiras e as próprias empresas, através de recompra de ações para tesouraria.

Um parêntese aqui: em nossa visão, 13,75% são a taxa de juros acima da inflação mais elevada do mundo – próximo de 8% se considerarmos o acumulado nos últimos 12 meses. Isso também ajuda a explicar a queda de 3,8% do dólar em janeiro, cotado a R\$ 5,07. Selic em 13,75% é insustentável para o Tesouro Nacional e causa graves danos à economia – desemprego, “pibinho”, quebra de empresas, ônus financeiro para pessoas físicas. O Tesouro pode se tornar inclusive incapaz de arcar com o pagamento de juros – levando a emissão de mais dívida e fechando assim um círculo vicioso insustentável. Banco Central e governo travam, assim, uma queda de braço: aquele diz que o governo precisa adotar medidas fiscais do governo para reduzir o déficit público; este argumenta que investimentos sociais não são gastos. Conversa de surdos (com o perdão pelo politicamente incorreto).

Como comparação, países emergentes com situações inflacionárias bem piores que a do Brasil estão com juros nominais bem abaixo da Selic: Turquia (juros de 9%, inflação de 64%); Rússia (7,5% e 12%, respectivamente); México (10,5% e 7,8%); África do Sul (7,25% e 7,5%); Indonésia (5,75% e 5,5%); Índia (6,25% e 5,7%). Convenhamos: os demais países têm seus diversos problemas em seus contextos específicos, mas mesmo assim o Brasil é um ponto fora da curva. Juro real em torno de 8% não se justifica (em 2022, o IPCA marcou 5,79% e o IGP-M, 5,45%).

Essa conta está chegando e a economia já mostra diversos sinais de desaceleração. A atividade econômica e os indicadores de emprego vão sentir o impacto, seguidos pela arrecadação, que deverá cair. Quem perde é o Brasil.

Com a SELIC de 13,75% desde agosto de 2022 e uma meta de inflação de 3,25% para 2023, o BC adotou uma ação pragmática, mesmo que o resultado seja recessão. A inflação por aqui, lembremos, ainda carrega efeitos da pandemia e tem caráter inercial devido à forte indexação da economia (uma espécie de jabuticaba, por assim dizer). Portanto, o diferencial de meta de inflação e SELIC de 10,5 pontos percentuais está muito acima de um juro real de 2,5 a 3 pontos percentuais – a nosso ver, uma taxa funcional que permite crescer e controlar a inflação.

Mas voltando ao fluxo de estrangeiros na Bolsa: o investidor estrangeiro guarda consigo uma lembrança positiva do 1º mandato de Lula – e não sem alguma razão: **o Ibovespa teve então performance de 295% em real e 552% em dólar, mesmo com CDI de 96% (cerca de 14,76% médios anuais nos quatro anos)**. No segundo mandato, o retorno em dólar foi de 100%, mesmo com a crise do *subprime* de 2008 correndo solta mundo afora.

Dado esse histórico, ao analisar o gráfico abaixo (que apresentamos na *live* de 18 de janeiro), entendemos que, na visão do investidor estrangeiro, o IBOV em dólar se encontra em níveis muito atrativos, com boa parte das empresas negociando a múltiplos baixos em relação à média global. Num cenário global de inflação incomodando as grandes economias, a Bolsa brasileira apresenta empresas que estão na ponta da alta de preços (Vale, Petrobras, Braskem, Suzano, Klabin, JBS, Marfrig, Ambev, Gerdau, Usiminas e CSN, para citar as maiores relacionadas a *commodities*) pode representar uma oportunidade de defesa para um portfólio global ou investido em mercados emergentes.

Isso sem citar a SELIC elevada, que deverá ceder em algum momento caso a inflação permaneça controlada ao longo do ano. Isso impulsionaria os preços dos ativos listados e a volta dos investidores locais. Nesse caso, quem será o vendedor?



Fonte: Economática e Trígono

Apesar de todas as incertezas, estamos de certa forma otimistas com o ano que se inicia.

Vemos cada vez menos indícios de recessão global mais acentuada: a economia americana teima em se manter forte, na Europa já se fala que ela não virá e a China volta a aquecer suas turbinas com a flexibilização do controle da covid. É plausível esperarmos uma desaceleração da economia brasileira neste ano, com juros altos começando a incomodar novos investimentos e a retrair o consumo.

Por outro lado, uma demanda reprimida na pandemia e que começa a despertar, a retomada chinesa e o forte crescimento do agronegócio (produção de grãos e setor canavieiro), tudo isso favorece nossas investidas – em especial Tupy, Schulz, Metal Leve, Kepler Weber e Ferbasa, e ainda Jalles Machado e São Martinho no setor canavieiro.

Em fevereiro deve começar a temporada de balanços de 2022. Na lista estão algumas de nossas investidas: Kepler Weber, Irani, Movida e Vamos (Grupo Simpar), e Jalles e São Martinho (estas, com resultados referentes ao 3º trimestre da safra 2022/23). As demais mostrarão em março. Resultados positivos costumam causar reprecificação dos ativos; nossa expectativa tanto para os resultados tanto do 4T22 (fechando 12 meses em 2022) como do 1T23 é positiva – bem acima dos trimestres 12 meses antes, além da resiliência.

Como nos aproximamos da época de Assembleias Gerais, gostaríamos de mencionar que a Trígono indicará conselheiros para diversas investidas. É nosso dever fiduciário frente aos cotistas participar ativamente das assembleias, a fim de auxiliar na indicação de conselheiros independentes e competentes. Portanto, para quem confia em nosso trabalho e tem posições acionárias em comum às nossas carteiras, são importantes os apoios nas AGOs e na eleição dos Conselhos. Combatemos conselhos em que 100% dos membros chegam por indicação de controladores, ainda que considerados independentes, e também combatemos a baixa representatividade de conselheiros indicados pelos

acionistas minoritários. Na nossa visão, é um indício de má governança ou de pouco interesse por estes últimos.

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

A bolsa brasileira teve desempenho positivo neste turbulento início de ano – ajudada pelo influxo estrangeiro (como detalhamos mais acima). O Flagship 60 seguiu o mercado e encerrou o primeiro mês de 2023 com uma valorização de 2,62%, ligeiramente abaixo dos 2,92% de alta do referencial SMLL. Porque ultrapassou a linha d'água ao longo do mês, o fundo provisiona os valores para pagamento da taxa de performance – provisão que acaba sendo um “colchão” para a volatilidade de curto prazo da cota, caso ela venha a se desvalorizar.

As principais contribuições positivas vieram de Agronegócio (2,48%), Indústria (1,59%) e Mineração e Metalurgia (1,34%). No sentido contrário, nada de relevante – apenas reduções quase marginais dos setores de Tecnologia (-0,34%) e Químico (-0,20%). O provisionamento de performance e demais custos levou a uma contribuição negativa de 2,31% (lembrando que a taxa de performance está associada ao rompimento da linha d'água e não apenas a janeiro).

Em janelas mais longas, o desempenho nos deixa ainda mais confiantes em nossa estratégia: **nos últimos 12 meses, o Flagship 60 entregou retorno positivo de 12,8%, ante um recuo de 15,5% do SMLL. Um alfa de nada menos que 28,7% em apenas 1 ano!** Em 24 meses, o retorno sobe para 53,5%, contra um tombo 24,1% do *benchmark* (77,6% de alfa). Desde o início (abril/2018), o retorno acumulado totaliza 233,5% contra magros 18% do referencial – um alfa de 215,5% em um pouco menos de 5 anos. No mesmo período, o IBOV acumulou retorno de 32,7%. O retorno anual médio decomposto para 12 meses foi de 29,5% desde o início do nosso fundo; o capital do primeiro cotista do Flagship (versão 30 dias para resgate) multiplicou-se 3,42x em menos de 5 anos.

Fundo	jan-23	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	2,3%	12,5%	53,9%	63,6%	182,5%	241,5%
SMLL	2,9%	-15,4%	-24,1%	-27,5%	5,2%	18,0%

Fundo	jan-23	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	2,6%	12,8%	53,4%	59,8%	175,9%	233,5%
SMLL	2,9%	-15,4%	-24,1%	-27,5%	5,2%	18,0%

A volatilidade anual do fundo ficou em 21,9% – bem abaixo do SMLL (27,8%), mesmo com o fundo concentrado em 5 empresas (que juntas representam cerca de 80% da carteira). O fundo ainda tem baixa correlação com o SMLL: são 41% de exposição a *Micro Caps* e 59% a *Small Caps* – ao contrário do que sugere, o índice SMLL tem muitas *Mid Caps* em sua composição, como Gerdau, Usiminas, Embraer – e a Americanas, agora uma *Micro Cap* e recentemente excluída de todos os índices.

Temos convicção nas teses investidas e a expectativa para o novo ano – ao menos nos nichos das investidas – é boa. Esta é uma característica da Trígono: convicção e concentração nas empresas que acreditamos oferecerem a melhor relação de risco e retorno e a liquidez adequada ao tamanho e

capacidade dos fundos e das posições de cada empresa nos portfólios. Não há anos negativos no histórico de nosso fundo. O de desempenho mais baixo foi 2022, com 6,36% (ante -15,1% do SMLL e 4,7% do IBOV) e bateu ambos índices em todos os anos.

Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

O Delphos começou o ano muito bem: janeiro terminou com forte avanço de 5,2% – quase igualando o referencial IDIV (5,9%). Agronegócio (2,74%), Indústria e Metalurgia (1,86%) e Mineração (0,62%) deram contribuições positivas. No lado negativo vem apenas o setor Químico (-0,33%). Diferente do Flagship, não houve efeito da taxa de performance (por ter pago taxa de performance de julho a dezembro de 2022 e o retorno em janeiro ter ficado abaixo do IDIV).

O fundo é concentrado em empresas com histórico e perspectivas de distribuição elevada de dividendos – seis delas representam 86% do portfólio. Essa concentração explica a volatilidade maior em relação ao IDIV (28,44%, ante 14,4%). Em 2022, o *yield* do fundo foi de 10,8%, abaixo dos 13,7% do IDIV (formado por empresas com histórico de pagar excelentes dividendos). Mas o IDIV contou com a enorme contribuição dos dividendos de Vale e Petrobras – que juntas responderam por 50% de toda a B3 em 2021. Mas, como diz o ditado popular, raios não caem duas vezes no mesmo lugar: a queda de 40% no preço do minério de ferro vai afetar a capacidade da Vale distribuir dividendos, e ingerências políticas na Petrobras, com integrantes do PT criticando a atual política de dividendos, também se farão sentir. Excluídos os dividendos pagos pela Petrobras, o *yield* do IDIV seria de 9,1%. Reforçamos: raios não caem duas vezes no mesmo lugar.

O Delphos tem sido um dos destaques da Trígono: nos últimos 12 meses, entregou expressiva valorização de 21,04% – um alfa de 10,05% em relação ao referencial IDIV (que entregou 11% no mesmo período). Em 24 meses, o retorno totaliza impressionantes 74,4%, ante parcos 17,6% do *benchmark* (56,8% de retorno excedente). E desde seu início (abril/2018), o retorno acumulado – 202,3% – representa quase o triplo do IDIV (70,7%) e 6,5x o retorno do IBOV de 31,3% no mesmo período. Em 48 meses, o retorno anual composto do Delphos foi de 31,3% – atravessando uma pandemia, incertezas das eleições e a estonteante elevação dos juros desde meados de 2021, de 2,75% para 13,75% em 18 meses. Aliás, 13,75% era onde a Selic estava em julho de 2015; no mês seguinte iria a 14,25%, onde ficaria até outubro de 2016, já tendo a então presidente Dilma Rousseff sido impedida.

Para 2023, esperamos dividendos tão robustos quanto os de 2022 e resultados cada vez mais sólidos de nossas investidas.

Fundo	jan-23	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	5,2%	21,0%	74,3%	93,2%	197,1%	202,3%
IDIV	5,9%	10,9%	17,6%	12,3%	42,6%	70,7%

Trígono Verbier FIC FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

O Verbier teve valorização de 2,57% - abaixo dos 3,37% entregues pelo Ibovespa em janeiro. Como o Flagship, o Verbier ultrapassou a linha d'água e precisou provisionar a taxa de performance (2,47%, mais

custos administrativos); *ex performance*, portanto, o desempenho da carteira foi ainda melhor que o reportado, quase o dobro. Também aqui o Agronegócio foi destaque positivo (2,57%), seguido da Indústria (1,85%). A única contribuição negativa veio do Comércio (-0,29%).

Nos últimos 12 meses, o Verbier entregou retorno de 13,5%, enquanto a bolsa ficou de lado – o IBOV entregou 1,1% no mesmo período. Desde seu início (julho/2018), o fundo entregou 198,2% - um alfa de 153% sobre o IBOV em pouco menos de 5 anos.

Com uma estratégia de ações livres, o Verbier pode ir além do universo das *Small Caps* e *Micro Caps*: quando o mercado permite, vai buscar eventuais oportunidades nas *Large Caps*. Mesmo com a estratégia livre, atualmente o fundo praticamente não tem sobreposição com o IBOV – praticamente 100% estão nas *Small* e *Micro Caps*. São nesses segmentos que acreditamos estarem neste momento as melhores oportunidades da Bolsa – desprezadas por um mercado que, parafraseando Oscar Wilde, busca a liquidez em tudo e sabe o valor de nada. O portfólio do Verbier também tem se mostrado bom pagador de dividendos – em 2022 o *yield* foi de 9,3%.

Fundo	Jan-23	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	2,5%	13,5%	51,7%	77,7%	134,6%	198,1%
IBOVESPA	3,3%	1,1%	-1,4%	-0,3%	16,5%	45,2%

Trígono 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Mesmo com uma alocação 70/30 (70% em renda variável, 30% em renda fixa – majoritariamente em títulos do Tesouro), o 70 Prev finalizou janeiro com valorização de 6,57%, acima dos 1,12% do CDI (1,12%) e bem acima dos principais índices de renda variável (IBOV, SMLL e IDIV). O 70/30 permite constantes ajustes na carteira: vende ações na alta e compra na baixa – e isso sem *market timing* (aquela coisa que dizem que parece extremamente técnica, mas que não passa de chutes, em geral, mal dados). A exposição está sempre gravitando os 70% em renda variável. **Nos últimos 12 meses, o fundo acumula 22,4% de valorização, ante 12,83% do CDI no período (174,6% do CDI).**

Desde seu início (fevereiro/2019), o fundo acumulou ganho de 83,36% – muito além do CDI e seus meros 24,01% no mesmo período. Portanto, o Trígono 70 Prev proporcionou rendimento equivalente a 347% do CDI desde seu início. Mesmo com os 70% alocados em ações, os retornos em 12 meses (22,4%), 24 meses (45,4%) e 36 meses (52,8%) foram substancialmente superiores ao IBOV – com retornos de 1,15%, -1,42% e -0,29% respectivamente. O SMLL, por sua vez, recuou nas três janelas (-15,5%; -24,1%; e -27,6%).

Fundo	jan-23	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	6,6%	22,4%	45,4%	52,8%	83,4%
CDI	1,1%	12,8%	18,5%	21,5%	24,0%

Trígono Icatu 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

Nosso outro produto previdenciário também teve desempenho positivo em janeiro: valorização de 4,35% – acima dos 3,37% do referencial, IBOV. O alfa entregue foi, então, de 0,98%. Diferente do 70 Prev,

lembramos, o Icatu é 100% exposto a ações – majoritariamente *Small Caps* e *Micro Caps* (94% do fundo). Trata-se de excelente opção de diversificação da carteira previdenciária.

Em janeiro, as contribuições positivas vieram de Indústria (2,14%) e Agronegócio (1,37%); já na contramão veio o setor de Tecnologia (-0,97%). Mesmo com as 8 principais empresas representando 83% da carteira, a volatilidade anual do fundo ficou muito próxima do IBOV: 22,74%, contra 21,27%. Desde seu início (julho/2020), o Icatu 100 entregou 82,4%, contra 12,9% do IBOV, alfa de 69,5% em pouco mais de 2 anos. Abaixo, a tabela de retorno:

Fundo	Jan-23	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	4,3%	11,6%	51,4%	82,4%
IBOVESPA	3,4%	1,1%	-1,4%	12,9%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O Power & Yield teve a única desvalorização (-0,59%) entre os fundos da Trígono em janeiro. Mineração e Metalurgia deu a contribuição positiva (2,3%), enquanto na contramão vieram Concessão e Energia (-1,06%), Óleo e Gás (-1,01%) e Químico (-0,71%). Apesar do desempenho negativo no mês, desde seu lançamento (fevereiro/2021) o fundo acumula retorno positivo de mais de 24%, contra retorno negativo de 4,8% do IEE (alfa de 29%). Lembremos: o IEE talvez seja um dos melhores índices da B3, composto pelas 18 principais empresas do setor elétrico, quase igualmente distribuídas em aproximadamente 5,5%. Lançado em 5 de fevereiro de 2021, este alfa decomposto representa um alfa anual de 13,6%.

Fundo	Jan-23	12M	INÍCIO
POWER	-0,6%	5,6%	24,1%
IEE	-0,3%	0,1%	-4,8%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Em janeiro, o Horizon seguiu na trilha da recuperação: a valorização no mês passado foi de 3,89%, contra 2,92% do SMLL. Do início do segundo semestre de 2022 até agora, a cota do Horizon teve valorização de 19,07%, mesmo em uma janela de alta volatilidade, em que principalmente empresas de menor liquidez e capitalização (valor de mercado) foram mais penalizadas.

Este resultado é importante porque nosso fundo atua num segmento de empresas ainda menores, com valor de mercado limitado a R\$ 3 bilhões, servindo como diversificação adicional dentro do universo *small caps*. O bom desempenho ao longo dos últimos meses reflete a divulgação dos resultados das investidas, que têm mostrado resiliência em nichos bem específicos, com boa gestão, bons pagamentos de proventos e muito descontadas através da metodologia do EVA.

No mês, as contribuições positivas vieram de Agronegócio (2,15%), Indústria (1,76%) e Logística (0,87%); os negativos, por sua vez, vieram de Mineração e Metalurgia (-0,94%) e de Tecnologia (-0,55%). A volatilidade anual do Horizon está em 19,73% (uma das menores entre nossos fundos, apesar do desempenho negativo desde seu início), bem abaixo dos 27,8% do SMLL.

Se analisarmos os últimos 12 meses, o Horizon volta a apresentar retorno positivo de 1,4% contra queda de 15,5% do SMLL – mesmo com empresas de grande liquidez em sua composição. O resultado reflete um alfa de 16,9% em um ano. Composto apenas por *Micro Caps* (capitalização menor que R\$ 3 bilhões), as 7 principais posições representam 80% do fundo.

Fundo	Jan-23	12M	INÍCIO
HORIZON	3,9%	1,4%	-12,1%
SMLL	2,9%	-15,5%	-27,3%

Aos nossos investidores agradecemos o contínuo apoio e confiança. Nossos resultados positivos não foram conquistados em apenas um excelente ano, ou apenas uma grande aposta vencedora; eles vêm, por assim dizer, do conjunto da obra. O tempo decorrido vai favorecendo cada vez mais nossos fundos, todos desempenhando muito acima dos *benchmarks*, mesmo com os ventos contrários. O ritmo positivo se dá não só em relação ao mercado de ações como um todo, mas especialmente em relação ao universo *small caps*: desde seu início (24 de abril de 2018), nosso primeiro fundo, o Trígono Small Caps, desculpe-me repetirmos, mas importante reforçar, teve retorno de 241,5%, contra apenas 32,7% do IBOV e 18% do IBOV, também o maior entre fundos de ações no Brasil, sem uso de derivativos e 100% e *small caps* (definição Trígono com valor de mercado abaixo de R\$ 10 bilhões) com ações emitidas no Brasil.

Muito obrigado a todos da Trígono que contribuíram para a construção da nossa jovem gestora e para o retorno dos nossos fundos e a todos os nossos investidores e parceiros.

Atenciosamente,

Werner Roger (gestor) e equipe de analistas, Pedro Rezende, Shin Lai e Yuhzô Breyer

Palavra do gestor – Trígono Pulsar Blend

Diz a sabedoria popular que o ano, no Brasil, começa apenas após o Carnaval. Pedimos licença para discordar: 2023 começou bem antes.

Afinal, ainda não são passados 40 dias do novo ano e nosso mercado já vivenciou um evento inesperado e que já nasce histórico: a Americanas S.A. informou ter em sua contabilidade inconsistências da ordem de R\$ 20 bilhões. Ao anúncio, seguiu-se um rápido pedido de recuperação judicial. São apenas os capítulos iniciais de uma novela cuja complexidade vai desafiar mesmo as mentes mais habilidosas.

O mercado ainda está tentando entender o que houve, mas já se vê consequências indiretas no mercado de crédito local, via abertura de prêmio dos títulos – mesmo que não diretamente relacionados ao evento Americanas. O movimento ocorre tanto em razão da aversão maior a risco no setor de varejo e nas empresas mais alavancadas num cenário de juro alto como por algum nível de resgate e/ou decisão de aumentar liquidez nos fundos de investimento de renda fixa/crédito privado. De qualquer modo, a

princípio parece um movimento pontual, de magnitude contida, concentrado em fundos caixa/liquidez (de resgate em DO ou em D+1).

Em nosso monitoramento proprietário do mercado de crédito, as 5 emissões do universo de debêntures emitidas no indexador CDI+ que tiveram maior abertura de spread de crédito em janeiro são do setor de varejo. No entanto, o movimento também se estendeu a títulos bancários e a empresas e setores não diretamente relacionados ao caso Americanas – o que mostra que o mês foi de todo modo bastante desafiador em termos de geração de alfa para gestores de fundos de renda fixa/crédito privado.

Mas o caso Americanas não foi a única andorinha deste verão: quando já se via a ampliação dos prêmios de risco de crédito no mercado se estabilizar, no último dia útil de janeiro a Light anunciou a contratação de uma assessoria financeira para melhorar sua estrutura de capital. Mais um raio num céu azul. A concessão do Rio de Janeiro é a única da empresa e está a 3 anos de vencer ainda; pode se tratar de uma tentativa de adiantar as negociações de renovação e melhora dos termos da concessão com a Aneel. A ver.

Antes de partirmos para os comentários sobre o desempenho do Pulsar no mês passado, vamos fazer um paralelo com o desempenho do mercado de crédito no início da pandemia, em 2020.

Vemos o momento atual, de abertura dos prêmios de risco, como um evento pontual, derivado de um caso específico. A pandemia, ao contrário, foi um evento com risco sistêmico de crédito – além das restrições à circulação das pessoas, a cadeias de suprimentos e outras. Tratou-se, portanto, de um evento mais duradouro, de maior magnitude e de menor visibilidade.

Entendemos que a atual abertura dos spreads de crédito será mais transitória e de menor intensidade do que o que se viu em 2020, no vácuo da pandemia. Também há que se destacar a diferença na SELIC, que na pandemia chegou perto das mínimas históricas e hoje se encontra nos estratosféricos 13,75% ao ano. Juros mais baixos aumentam a propensão a tomar risco; o corolário é que, diante de juros altos, o mercado se disciplina mais.

Acreditamos que as excelentes perspectivas para o crédito privado continuam intactas com a taxa SELIC nos níveis atuais, *spreads* (prêmios) de crédito ainda mais atraentes, além do fluxo de recursos para a classe de ativos. Sem contar que as empresas, de modo geral, vêm de um processo de desalavancagem ao longo dos últimos anos, apresentado métricas melhores de crédito como ponto de partida para qualquer pressão advinda de um crescimento econômico menor que o esperado em 2023. Em tese, ao menos, um crescimento menor das empresas leva a demanda menor de capital de giro, menos apetite para investimentos em expansão, e isso aumenta o potencial para desalavancagem e para geração de caixa livre (podendo reduzir o endividamento).

Em relação ao desempenho do nosso fundo Trígono Pulsar em janeiro, não houve impacto direto nem do Caso Americanas, nem da abertura de *spread* de crédito das demais varejistas. Também não estamos expostos à Light. Fechamos o mês com retorno nominal de 1,00%, equivalente a 89% do CDI basicamente em razão da abertura dos *spreads* de crédito de nomes não diretamente relacionados aos eventos citados, mas que teve impacto indireto em praticamente todo o mercado de crédito. Temos a convicção de estarmos expostos a nomes de elevada qualidade creditícia e com prêmios ainda mais atrativos.

Ao longo de janeiro, e com base em nossa ferramenta proprietária de valor relativo de debêntures, fizemos liquidez e, quando do evento Americanas, estávamos com posição confortável – com 25% em caixa. Assim, enquanto o mercado se estressava, aproveitamos a oportunidade para investir em debêntures e em títulos bancários de excelente qualidade creditícia. Mais diversificação na carteira e maior retorno potencial foi agregado para nossos cotistas.

No encerramento do mês, a carteira estava com 38 papéis, de 33 emissores e de diversos setores – sendo o de Transporte e Logística o mais representativo: 10% de exposição. O rating médio br.AA+ (2º melhor na escala nacional de classificação de risco de crédito), com prazo médio da carteira de 2,9 anos e taxa média de CDI+ em 1,91% a.a. (equivalente a 114% do CDI) evidenciam a qualidade de crédito e o retorno potencial do Trígono Pulsar.

Agradecemos aos nossos investidores pela confiança. Para saber mais, nossa lâmina fica disponível em www.trigonocapital.com – na aba de fundos de crédito privado.

Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA - Sócio e gestor de crédito privado



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110