Prezado Investidor,

Neste mês iniciaremos nossa Resenha Mensal para que possamos dar mais transparência aos nossos produtos, além de mais proximidade com os nossos investidores. O propósito desta Carta não é dissertar sobre nossas empresas, nem comentar com maiores detalhes a respeito de cenários ou estratégias, deixamos isto para a Palavra do Gestor Trimestral, quando também comentamos os resultados periódicos das empresas.

Aqui, queremos dar uma pincelada macro, comentar sobre nossa visão estratégica e principais mudanças setoriais nos produtos. É um espaço para comentar os resultados dos nossos fundos e apresentar a atribuição setorial de performance, elencando grandes temas que nortearam eventuais ajustes nas carteiras e afetaram nossas posições.

Aproveitamos este espaço também para comentar sobre novidades que teremos em setembro. No início do mês, lançamos o fundo Trígono 70 Previdência FIC FIM, que tem até 70% de seus investimentos em renda-variável (ações), utilizando nossa capacidade de também gerar alpha na posição alocada em renda-fixa. Como muito de nossos leitores já sabem, nossa equipe de gestão, liderada pelo Werner (CIO), tem um DNA forte em crédito pela sua experiencia de 22 anos em bancos e gestão de crédito. Por isto, nossa estratégia será de geração de valor em ambas as classes de ativos ao buscar prêmios de crédito sempre que o mercado permitir, algo que não vislumbramos neste momento, dado spreads muitos estreitos e liquidez restrita neste mercado. Importante ressaltar que o nosso Fundo Previdência tem liquidez em D+8 e por isto, nossa carteira terá um foco maior em papeis mais líquidos.

Teremos menor concentração do que os outros produtos e menor exposição em setores com maior volatilidade, típico de commodities e de Beta alto, trazendo ao nosso investidor, um produto de menos volatilidade e maior previsibilidade nos resultados das empresas investidas. Empresas sólidas e que se destacam como boas pagadoras de dividendos também terão destaque na carteira.

A segunda notícia relevante é que o Trígono Flagship Small Caps FIC FIM, que tem sua cotização e liquidação em D+90/95, muda em 16 de setembro para D+30/32, sem alteração significativa da estratégia ou carteira, mas limitando sua capacidade para R$ 75 milhões, sendo que atualmente o fundo possui um patrimônio próximo a R$ 16,5 milhões.

No final do mês, a terceira novidade: nosso fundo Trígono Verbier FIM, inserido na categoria carteira-livre que tem o índice Bovespa como referência, será transferido ao BTG Pactual como administrador, instituição financeira que é administradora dos nossos outros três fundos sob gestão da Trígono. A ideia é distribuir este fundo com patrimônio atual próximo a R$ 54 milhões para as demais plataformas digitais e distribuidores com os quais temos relacionamento.

Por fim, iniciaremos neste mês, nossa estratégia de mídia digital com conteúdos relevantes sobre os mais diversos temas, incluindo entrevistas, artigos, notícias, fatos relevantes etc. Tudo isto nas plataformas sociais de maior impacto. Em outubro esperamos disponibilizar nosso novo site e que acreditamos será apreciado pelos nossos investidores e navegadores.

Somos uma gestora nova, mas com um time muito experiente e que utiliza ferramentas inovadoras em nossos processos de investimento. Uma gestora única na sua forma de atuar em Small Caps e nos produtos que disponibilizamos com baixa correlação com os respectivos índices de referência e demais fundos no mercado, o que proporciona uma excelente opção para diversificação de investimentos, notadamente em renda variável.

Obrigado pela confiança,

Frederico Mesnik
CEO – Trígono Capital

PALAVRA DO GESTOR

Em agosto o mercado acionário brasileiro foi submetido a forte volatilidade. O índice Bovespa atingiu alta de 2,7% acumulada até o dia 9, posteriormente caindo 8% e acumulando desvalorização de 5,3% até o dia 26, devido ao forte movimento de venda por parte principalmente de investidores estrangeiros, o que destoou das boas perspectivas da economia local. Nos quatro dias subsequentes e a despeito de nova moratória da dívida externa da Argentina, notícias sobre a disposição da China voltar a negociar com os EUA em setembro, levou o mercado a retomar o movimento de alta, fechando o mês com queda de apenas 0,67%.

Entre as boas notícias nacionais, destacamos a queda da taxa SELIC de 6,5% em vigor desde março de 2018 para 6,0%, conforme reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central em 31 de julho, e a queda da inflação medida pelo IPCA nos últimos doze meses, próxima a 3,2%, comparada a 9,0% há três anos.

No final do mês, foi anunciado crescimento de 0,4% do PIB no segundo trimestre e 1% em doze meses até junho de 2019, acima das expectativas do mercado, que até considerava um PIB negativo e ameaça de recessão. Destacamos que a atividade econômica foi influenciada negativamente pela queda de 3,8% na indústria extrativa mineral, decorrente do "efeito Brumadinho", que causou a paralisação de várias minas de ferro. Do lado positivo, e que está relacionado com nossos fundos, houve crescimento de 2% da indústria de transformação e 1,9% do setor de construção, dois importantes setores que antecipam a recuperação da economia. Outro indicador da retomada da economia, o índice de desemprego em julho caiu para 11,8% ante 12,3% há um ano.

A reforma da Previdência Social caminha para aprovação no Senado Federal em meados de outubro, e a reforma tributária está dando os seus primeiros passos. Uma série de outras medidas, como a abertura do mercado de gás, a Medida Provisória 881 (liberdade econômica), as novas formas de financiamento ao crédito imobiliário e a venda de participações acionárias por parte de empresas controladas pelo governo, indicam que o governo vem de fato cumprindo a agenda econômica prometida, trazendo inúmeros benefícios ao país. No entanto, tais fatores, que são positivos para a economia brasileira e deveriam beneficiar os investimentos em bolsa de valores, foram relegados pelos investidores estrangeiros. O mercado foi pressionado pelo movimento maciço de venda, especialmente em algumas ações que possuem grande base de investidores estrangeiros, diretamente ou via ETFs[1]

Mas por que tal movimento de venda? Como já comentamos em Cartas anteriores, em nossa visão o maior risco para o mercado acionário brasileiro, e que vem também impactando as demais bolsas, é a crescente tensão sino-americana nas disputas comerciais. O que há por trás desta "guerra" comercial é a preocupação

[1] ETF: Exchanged Traded Fund: Fundos passivos que replicam índices de Bolsa ao redor do mundo. Neste caso, os fundos que replicam os índices que contém exposição ao Brasil ou mercados emergentes.

do presidente Trump com o crescente desenvolvimento tecnológico chinês, a ida para a China de empresas norte-americanas e o avanço mundial da Huawei, que é suprida por alguns fornecedores americanos, além de ser a maior produtora mundial de equipamentos de telecomunicações e a segunda maior de smartphones. A empresa já está buscando desenvolver tecnologias próprias para lidar com as proibições impostas pelos EUA, como microprocessadores e um sistema operacional em substituição ao Android.

Paralelamente, os protestos em Hong Kong também é um elemento de preocupação, especialmente se o presidente Trump envolver-se nessa questão doméstica, fato que poderá desagradar ainda mais a China, podendo detonar novas retaliações.

Ademais, a prévia eleitoral na Argentina, seguida por mais uma moratória no país vizinho, alimentaram um sentimento negativo de investidores estrangeiros em relação à América Latina e ao Brasil, já que nosso país tem a Argentina como importante parceiro comercial. Diante das perspectivas eleitorais em outubro, há grande desconforto entre os investidores que investem regionalmente, contaminando o Brasil indiretamente pelo efeito de aversão ao risco Argentina e América Latina, provocando vendas de posições tanto de renda fixa como variável de empresas desta região. O Brasil por ser o país com maior tamanho de mercado, acaba gerando a liquidez necessária, com os gestores vendendo títulos de empresas brasileiras para satisfazer resgates de investimento na região.

Os mercados emergentes, onde o Brasil está inserido, sofrem especialmente nestes momentos de nervosismo. Diante de incertezas, investidores globais reduzem suas posições em mercados considerados de maior risco, como os denominados emergentes, e buscam refúgio no dólar e em títulos do tesouro americano. A repatriação de capitais acaba depreciando as moedas dos países emergentes, explicando a desvalorização do BRL em relação ao USD de 8,7% em agosto e 7,1% no ano, mostrando que praticamente toda desvalorização ocorreu em agosto.

Como consequência deste movimento, a B3 (Bovespa), reportou venda líquida de BRL10,8 bilhões por parte de investidores estrangeiros em agosto, acumulando BRL21,2 bilhões no ano, movimento bastante significativo e o maior desde 2008, contrastando com o saldo positivo entre 2013 e 2017, sendo que 2018 foi influenciado pelas incertezas das eleições (vide tabela abaixo). Em 2008, ano da grande crise mundial, saíram do Brasil BRL24,6 bilhões.

Fluxo de Investidores Estrangeiros na B3

Em BRL bilhões	Compras	Vendas	C - V (Saldo)
Jan-Ago 2019	1.233,5	1.254,7	-21,2
2018	1.487,1	1.498,6	-11,5
2017	1.045,6	1.031,3	14,4
2016	967,6	953,3	14,3
2015	884,2	867,8	16,4
2014	935,9	915,5	20,3
2013	808,0	796,2	11,7

Acreditamos que esse fluxo deverá voltar ao nosso mercado, mas depende de resolução das tensões entre EUA e China, aprovação pelo Senado Federal da reforma da previdência e implantação das demais medidas econômicas, anteriormente mencionadas.

Além destes fatores de natureza global e regional, as notícias relacionadas aos incêndios na região amazônica também são prejudiciais à imagem do país, sobretudo na Europa. A tragédia de Mariana, seguida por Brumadinho, já foram bastante danosos, afetando até o PIB, mas sem grande abalo da imagem do Brasil. A repercussão internacional dos incêndios recentes, contudo, afeta sobremaneira a imagem do país no exterior, podendo afastar investidores já investidos e dificultar a entrada de novos, especialmente aqueles que possuem em seu processo de investimento avaliação das questões relacionadas ao meio-ambiente. A título de exemplo, na Trígono, aplicamos em nosso processo de investimento a avaliação das práticas das empresas em relação aos aspectos sociais, ambientais e governança, vetando investimentos em empresas como Vale, JBS e Braskem, independentemente de as ações estarem atraentes sob o ponto de vista financeiro.

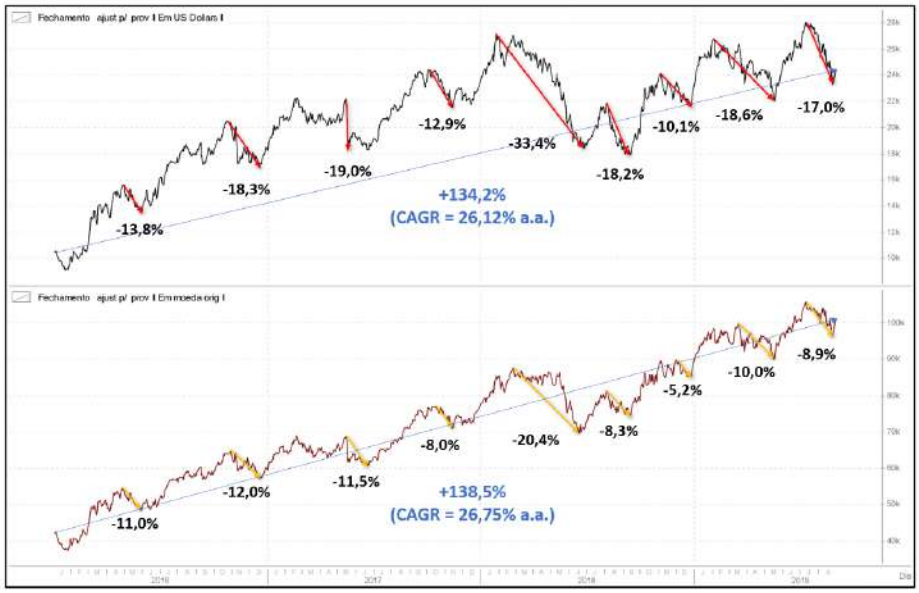
Fundos ETFs

Além de investir diretamente em ações brasileiras negociadas no Brasil ou através de ADRs (American Deposit Receipts), ações de empresas estrangeiras listadas em bolsas americanas, os investidores estrangeiros investem através de fundos denominados ETFs, que na realidade é um fundo que representa um índice e cujas cotas são negociadas em bolsas como se fossem uma ação que replica o índice. Desta forma, os ETFs espelham vários índices, muitos dos quais similares aos que a Bovespa disponibiliza ao mercado e que são atualizados a cada três meses.

Para grande parte de investidores estrangeiros, essa é a forma mais fácil de investir em mercados emergentes, especialmente em empresas menores, como é o caso das small caps. Como em muitas destas empresas, os investidores estrangeiros, de forma direta ou através de ETFs são os maiores investidores, o movimento generalizado de venda, ou efeito manada, acaba levando à queda nas cotações destas ações. Nas empresas small caps em que investimos, observamos, de forma geral, que de 60% a 80% das participações fora do bloco controlador pertencem à investidores estrangeiros. Quando o movimento é de alta, ocorre o contrário, investidores estrangeiros compram e, como não há muitos vendedores, ocorre pressão de alta nos preços. Como exemplo, citamos a Tupy que possui cerca de 80% de investidores estrangeiros na base acionária de minoritários e cujas ações fazem parte de oito ETFs estrangeiros, dos quais seis relacionados a mercados emergentes e dois especificamente ao Brasil.

Há 18 diferentes ETFs no Brasil, com valor total de aproximadamente BRL20 bilhões, enquanto no mundo estima-se o montante em USD5 trilhões. Esses fundos buscam meramente seguir os diversos índices disponíveis, ou seja, são fundos denominados passivos.

Comportamento do Mercado – Índice Bovespa nominal e em USD



Fonte: Economatica e Trigono Capital

Conforme pode ser observado nos gráficos acima, o mercado se comporta como uma serra com dentes irregulares de altas e baixas, ao sabor do noticiário econômico local e global, mas desde 2016, apontando para cima, ou seja, para cada movimento de queda ocorre novo movimento de alta maior, e assim sucessivamente. Desde janeiro de 2016 o índice Bovespa proporcionou um ganho acumulado tanto nominal como em dólar acima de 130%, representando um ganho anualizado de mais de 26%, nada mal, considerando-se todas as incertezas relacionadas às eleições no Brasil em 2018, dúvidas em relação as reformas econômicas e estruturais e as tensões comerciais promovidas pelo presidente Trump em relação a China, maior parceira comercial dos EUA.

Quando ajustado ao efeito do câmbio, este movimento efeito serra é mais acentuado. As quedas oferecem movimentos corretivos, em maior ou menor amplitude, para novas altas. No entanto, quando se observa o final do gráfico, fica sempre a incógnita: quando e qual será a amplitude da próxima inflexão da curva? Não fazemos análise gráfica nem tomamos decisões baseadas em gráficos, já que observamos os elementos fundamentalistas das empresas e a conjuntura econômica que influenciam setores e empresas. Nosso propósito em exibir estes gráficos é, portanto, puramente informativo, chamando a atenção dos nossos investidores e leitores sobre a dinâmica natural do mercado e como este é influenciado por questões globais, ainda que as perspectivas para o Brasil e as empresas nacionais sejam positivas.

Estratégia Atual

Diante das atuais incertezas, fizemos pequenos ajustes nas carteiras. Nas três estratégias (Carteira Livre, Dividendos e Small Caps), mantivemos as diretrizes básicas, nos posicionando em empresas com forte estrutura de capital, atuando em nichos com posições de liderança e fortes barreiras de entrada, que remuneram os acionistas através de dividendos e juros sobre o capital, e com bom potencial de crescimento sem necessidade de grandes investimentos, proporcionando geração de caixa livre disponível aos acionistas. Associado a estes elementos, consideramos também as relações com o meio ambiente, sociais e práticas de governança.

Em termos setoriais, reduzimos a posição em commodities, embora as receitas dessas empresas se beneficiam da desvalorização do BRL, mas cujos preços dos produtos finais acabam sofrendo os efeitos da desaceleração do crescimento econômico da China e do mundo. Por outro lado, aumentamos a posição no setor industrial, notadamente ligado ao setor automobilístico pesado, que apresenta bom desempenho e perspectivas. Este setor, apesar da economia fraca, beneficia-se do forte crescimento do mercado interno em 2019, é exportador, e em sua cadeia de clientes possui setores exportadores e que vem apresentando crescimento positivo, como o agronegócio. Diante das perspectivas de o Brasil voltar a investir em infraestrutura e privatizações, as perspectivas macroeconômicas sustentam nossas principais teses de investimento, já que este setor será beneficiado indiretamente pelos investimentos que serão realizados no país, demandando logística e máquinas pesadas utilizadas em obras, além do crescimento do agronegócio.

Desempenho dos Fundos

Flagship: o fundo teve um desempenho negativo de 0,10% em agosto, acumulando uma valorização de 26,4% no ano, ante 0,48% e 27,9%, respectivamente do índice SMLL. O setor imobiliário proporcionou a maior contribuição ao fundo (3,3%) graças as boas perspectivas do setor, sendo um dos destaques no crescimento do PIB e favorecido pela queda nas taxas de juros e novas formas de financiamentos em estudo pelo governo, como o uso do IPCA como indexador aos contratos. Em seguida o setor de comércio que contribuiu com 0,34%, também favorecido pela queda nas taxas de juros.

Do lado negativo, o setor de mineração e metalurgia proporcionou uma perda de 1,7%, relacionada a dois eventos. O primeiro foi a influência negativa nos preços de commodities, refletindo a disputa comercial entre EUA e China, e o segundo foi um evento de rebalanceamento de índices pela B3, reduzindo e excluindo uma das empresas que compõe o Fundo em alguns índices, fato marcante no último dia de negociação do mês e que já abordamos anteriormente nesta Carta.
O segundo setor com a maior contribuição negativa foi o industrial com -1,0%. A despeito dos bons resultados das empresas do setor no segundo trimestre, acreditamos que o desempenho setorial esteja associado a fatores macroeconômicos, como desaceleração global da economia, ou/e efeito Argentina que supostamente poderia prejudicar empresas brasileiras que exportam para aquele país. No entanto, em termos de

fundamentos das empresas investidas, acreditamos que os resultados já refletem em teoria, estes cenários, mas outros fatores positivos inerentes aos negócios destas empresas têm sido preponderantes, como observado nos bons resultados apresentados. Para nós, trata-se de uma boa oportunidade de arbitrar o mercado. Já no setor de mineração e metalurgia, a desvalorização cambial do BRL é um fator mitigador de risco com a queda nos preços das commodities, já que as empresas possuem suas receitas vinculadas à moeda estrangeira.

Delphos: o fundo teve um desempenho negativo de 3,4% em agosto, acumulando uma valorização de 6,8% no ano, ante uma valorização de 2,2% e 23,0%, respectivamente do índice IDIV. O setor de concessões de serviços públicos, representado principalmente pelos investimentos no setor de água e saneamento, e geração de energia elétrica proporcionou uma contribuição positiva de 1,5% ao Fundo. Tal desempenho, além dos bons resultados das empresas investidas, reflete expectativas em relação ao novo marco regulatório do setor de água e saneamento em processo no Senado Federal, mas também as perspectivas de novos investimentos no setor elétrico no Brasil, especialmente relacionado à novas matrizes energéticas como energia renovável e gás natural.

O segundo setor com a maior contribuição positiva foi o financeiro, relacionado à seguros. Este setor possui um amplo espaço de crescimento no Brasil. A empresa investida vem agregando novos serviços e implementando o uso de tecnologia digital, além do grande potencial de crescimento de produtos relacionados à previdência privada. Do lado negativo, o setor com a maior contribuição foi o industrial com 1,9% dos quais 1,5% relacionada a empresa com a maior posição do Fundo. A despeito do bom resultado desta empresa no segundo trimestre, na realidade um dos melhores trimestres de sua história, acreditamos que a ação foi penalizada pelo fato de 80% de sua base acionária fora do bloco controlador ser de investidores estrangeiros, como também o fato de fazer parte de vários ETFs. Além disso, esta empresa tem seus negócios também relacionados à bens de capital, setor visto com desconfiança por investidores globais devido a expectativa de uma desaceleração no crescimento econômico mundial.

O setor de mineração e metalurgia proporcionou uma perda de 1,6% que está relacionada a dois eventos. O primeiro é a influência negativa nos preços de commodities, refletindo a disputa comercial entre EUA e China, e o segundo foi um evento de rebalanceamento de índices pela B3, reduzindo e excluindo de alguns índices uma das empresas que compõe o Fundo, fato marcante no último dia de negociação do mês e que já abordamos anteriormente nesta Carta. Destacamos ainda o setor químico, com uma contribuição negativa de 1,4% dos quais 1,3% relacionado a uma empresa que apresentou fraco resultado no segundo trimestre, sendo que o mesmo foi relacionado principalmente à parada de manutenção de uma de suas plantas, aliado ao fato que no ano passado o segundo trimestre trouxe um ganho não recorrente significativo, distorcendo a base de comparação.

Verbier: o fundo teve um desempenho negativo de 6,2% em agosto, acumulando uma valorização de 7,4% no ano, ante -0,7% e 15,1%, respectivamente do índice Bovespa. O setor de comércio foi o que apresentou a melhor contribuição positiva com 0,7% relacionada à empresa que atua na distribuição de veículos pesados da marca Scania. Esta montadora vem apresentando um excelente desempenho nas vendas, reflexo de grandes investimentos na renovação de toda a sua linha de veículos, equiparados aos produtos europeus e que proporcionam grande economia de combustível e redução nas emissões. Além disso, a Scania deixou de exportar ao Irã e Argentina, redirecionando os produtos no país, sendo que no primeiro semestre de 2019 as vendas da Scania no Brasil cresceram 44% sobre 2018, favorecendo suas concessionarias.

O segundo setor com a melhor contribuição foi de concessão de geração de energia elétrica, relacionado às perspectivas favoráveis de novos investimentos no setor e no caso da empresa investida, a expectativa de uma forte queda no preço do gás e o leilão de energia nova para termoelétricas a gás em outubro. O setor que causou a maior contribuição negativa foi o de mineração e metalurgia (-3,7%) e que, acreditamos, está relacionada a dois eventos. O primeiro é a influência negativa nos preços de commodities refletindo a disputa comercial entre EUA e China, e o segundo foi um evento de rebalanceamento de índices pela B3, reduzindo e excluindo uma das empresas que compõe o Fundo de alguns índices, fato marcante na última dia de negociação do mês, abordado anteriormente nesta Carta.

O segundo setor com a maior contribuição negativa foi o químico com -1,9%. A exemplo o setor de mineração e metalurgia, este segmento foi impactado pela disputa comercial entre EUA e China, trazendo preocupação de investidores em relação a dinâmica de preços e comportamento do mercado internacional, que baliza os preços no Brasil. A despeito dos preços no mercado internacional, ambos os setores possuem seus preços referenciados em moeda estrangeira, e a desvalorização do BRL proporciona uma certa proteção a queda nos preços no exterior e que são praticados no Brasil.

Agradecemos a confiança de nossos investidores,

Atenciosamente,

Werner Mueller Roger
Diretor de Investimentos e Gestor da Trígono Capital

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

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