

# RESENHA MENSAL

CARTA DO CEO  
MARÇO 2020

## ROBERTO VAN WINKLE

Outono de 2020, quarentena sem previsão para terminar. As brigas cada vez mais frequentes testavam a paciência de Roberto ao ver sua esposa perambulando de cômodo em cômodo com o celular a tiracolo. Ambos estavam no mesmo barco, num confinamento insuportável.

Roberto fez a barba e resolveu sair, respirar um pouco. Caminhou rumo ao bosque dentro do condomínio, sentindo o ar fresco, aliviando sua tensão. Era, como muitos ao seu redor, investidor em bolsa, e estava sofrendo com a queda das suas posições. Sabia que não refletiam os fundamentos de longo prazo e que estava diante de uma janela de oportunidade geracional, mas, como muitos, estava paralisado pelo medo e simplesmente não tinha força emocional para aumentar sua exposição. Lembrou de 2008, do Ibovespa abaixo de 30 mil pontos, angústia por ter perdido o momento. “Ah, se eu soubesse lá o que sei hoje...”, pensou.

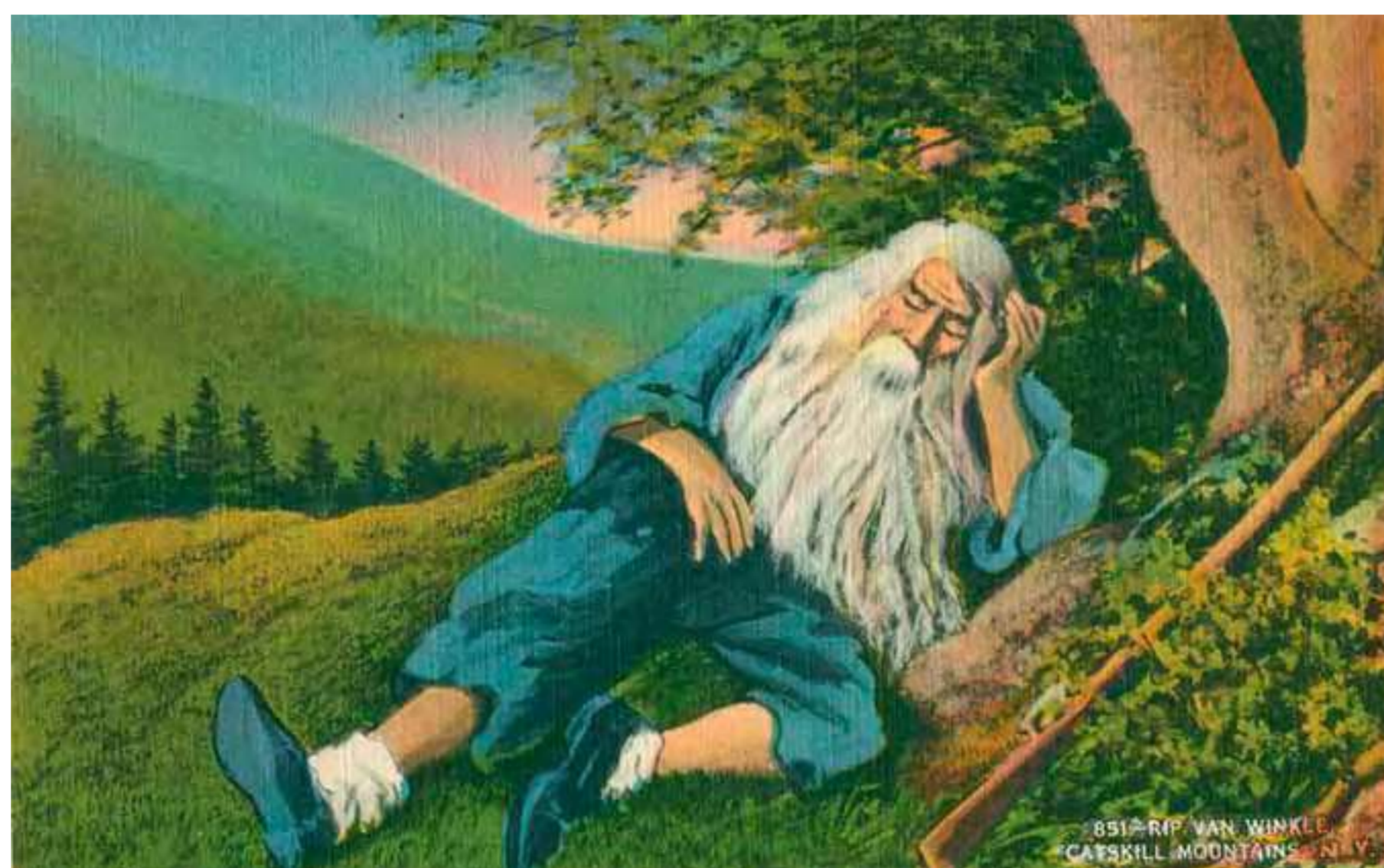
Foi quando percebeu uma aglomeração de pessoas ao lado e resolveu aproximar-se. Eram esquisitos, vestidos como se não pertencessem à sua era, mais brutos, língua estranha, com mãos calejadas. Estavam celebrando, tomando algo. Percebeu um olhar convidativo e sentou-se para confraternizar e esquecer o momento atual. Bebeu... Pegou no sono...

Acordou com o barulho do jardineiro aparando a grama. Estranhou, estava barbado, muito barbado. Saiu do bosque e logo percebeu o movimento normal das pessoas, dos carros, da vida, do calor úmido de verão. Mas verão, como?? Voltou correndo para casa, sua esposa não estava. Entrou no escritório, ligou seu *home broker* que indicava a data de dezembro de 2020, foi logo olhando o IBOV... Estava acima dos 100 mil pontos. O mundo renascera da pandemia do coronavírus! Suspirou aliviado. Mas o mundo já não era o mesmo. Um marco nas relações sociais e trabalhistas havia sido transposto e o único que não havia mudado em nada era o Roberto, que mais uma vez deixou-se levar pelo impulso, repetindo o erro da última grande crise em 2008.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>O low do IBOV ocorreu em 22.10.08, quando bateu 29.435 pontos. Seis meses depois fechou a 44.888, alta de 53%!

## Prezado investidor,

A crônica acima foi baseada na história de Rip Van Winkle, do livro do autor americano Washington Irving, escrito em 1819. A história se passa na época colonial dos Estados Unidos, quando o personagem sai para caminhar num dia de outono depois de ter discutido com sua esposa. Lá ele encontra um grupo de anões se divertindo, bebendo um licor, momento em que Rip entra na folia e cai num sono profundo alguns instantes depois. Diferentemente do nosso personagem Roberto, que dormira uns seis meses, RIP dorme durante 20 anos e acorda já na ex-colônia inglesa<sup>2</sup>, depois da revolução americana.



Com o tempo, o termo Rip van Winkle acabou tornando-se sinônimo de pessoa que vive um momento de transição social, mas “congela no momento.” Aquele que ficou estagnado apesar das mudanças exteriores.

É claro que, se pudéssemos dormir hoje e acordar no fim do ano, a grande maioria de nós aumentaria hoje as respectivas posições em bolsa. Há um certo consenso de que não só o mercado exagerou na destruição de valor, como também de que esta pandemia terá fim. Se isto é verdade, o que estamos esperando? Aqui na Trígono escuto em nossos comitês as grandes barganhas presentes hoje em nossas carteiras. Empresa sólida, com saúde financeira, receitas em dólar, que subiu mais de 30% só este ano, valendo menos do que seus ativos reais, como caixa, recebíveis, terras etc. Quem pensa no longo prazo não pode titubear. Esta é uma oportunidade única, mas só para aqueles que conseguem mirar lá na frente. E, se pudéssemos pular para este futuro, seguramente entraríamos de cabeça nos investimentos em ações, mas aí não teríamos aprendido nada com a crise, não haveria evolução.

O interessante é que a grande maioria dos investidores foca em lamber suas feridas, olha para o próprio dia, sofre com os acontecimentos, evitando constatar que teremos um mundo melhor e mais fortalecido depois que tudo isto passar. O fato é que, na mínima visibilidade, os mercados voltarão com a mesma força com que caíram. Foi assim em 2008 e em todas as outras crises. Mas, já que não podemos “congelar-nos no tempo”, precisamos usar esta travessia pelo deserto como forma de aprendizado, de melhorar nossa relação com o mundo e tudo ao seu redor.

O mundo pós-coronavírus não será mais o mesmo. Imaginamos um aumento da tensão geopolítica entre os EUA e a China, que está sendo acusada de ter ocultado o surgimento da epidemia, aumentando significativa e irresponsavelmente o alastramento da doença pelo globo. Enquanto os EUA vivem hoje um *lock-down* com uma queda drástica da economia, a China já começa a demonstrar recuperação, incomodando ainda mais os americanos, que estão hoje no meio do turbilhão.

É possível ainda que haja um incentivo enorme do governo em trazer a manufatura que migrou para a China de volta para os EUA, reduzindo a interdependência com aquele país. Talvez a implantação da tecnologia de dados 5G, tão pleiteada pela Huawei, empresa de tecnologia chinesa, seja totalmente descartada pelos americanos, que devem buscar novas soluções. Enfim, muitas transformações pela frente e um possível retorno à Guerra-Fria, só que agora com a China. A temperatura dos possíveis confrontos adiante vai depender muito de quem será

<sup>2</sup>Foi durante a Guerra da Revolução Americana (1775-1783) que os Estados Unidos se declararam independentes da Inglaterra, em 4 de julho de 1776.

o próximo presidente americano. Trump vai jogar duro na campanha ao apontar o dedo, de forma chauvinista, para os chineses, com intuito de safar-se de qualquer acusação de não ter agido com larga eficiência, mesmo depois do fim do caos. Esta campanha promete!

O dia 17.11.19<sup>3</sup> será marcado pelo surgimento desta pandemia que vem impactando nosso dia a dia como nunca, mas sairemos dela mais maduros, mais altruístas e generosos, mais solidários e higiênicos. Seremos mais conscientes da nossa fragilidade e impermanência. Controlaremos mais os gastos, seremos menos fúteis e perdulários e, acima de tudo, daremos muito mais valor a todos aqueles que são importantes para nós. Vamos pensar pelo lado bom: se pudéssemos dormir e acordar no fim do ano, não estaríamos tendo esta oportunidade de evoluir e nos tornar mais humanos!

Muito obrigado pela confiança em nossos remotos trabalhos. Estamos todos recolhidos, mas unidos pela tecnologia, com fé e segurança de que em breve comemoraremos a volta da normalidade num mundo melhor.

**Frederico B. Mesnik**  
**CEO**

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



[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)  
Av. Chucri Zaidan, 1550 / 2206-07 | 04711-130 - São Paulo – SP - Brasil

<sup>3</sup>Registro do primeiro caso na província de Wuhan, na China.

# RESENHA MENSAL

PALAVRA DO GESTOR

MARÇO 2020

## Prezados investidores,

Como preâmbulo desta resenha, quero dizer que acredito estarmos numa situação de guerra. Embora sem tiros ou canhões, e com um inimigo invisível, seus efeitos são similares aos do que teria uma Terceira Guerra Mundial – desta vez com todas as nações contra uma única ameaça. Não por acaso, o atual momento ainda partilha um detalhe com os dois conflitos mundiais anteriores: agora, como em 1916, 1940 e 1944, não teremos os Jogos Olímpicos, que se realizariam no Japão. Será a quarta interrupção desde sua reintrodução, em Atenas, em 1896.

Nesta hora de tanta incerteza, recomendamos três atitudes: **solidariedade, responsabilidade e serenidade**. Este é o trígono essencial que nos guiará para que superemos o momento, sem precedentes em nossas vidas.

Baseado neste trígono essencial, e se posso tomar essa liberdade, também gostaria de deixar um conselho: pare de ler as mensagens a respeito da covid-19 que, sem dúvida, todos estão recebendo via apps de mensagens (WhatsApp principalmente, mas não só). Deixe igualmente de encaminhá-las. Em nome de sua própria saúde emocional (e, como consequência, do fortalecimento de sua imunidade). O WhatsApp tornou-se uma fonte de envenenamento mental: as *fake news* são uma praga do mundo da comunicação instantânea, e se ficar em casa ajuda a evitar o contágio do coronavírus, para as *fake news* ainda não se encontrou uma barreira sanitária eficiente o bastante. Ainda que (se estivermos observando as recomendações sanitárias das autoridades de saúde) estejamos razoavelmente livres dele em nossos corpos, os apps de mensagens estão sem dúvida trazendo-o, sem filtros, para as nossas mentes.

A quarentena a que estamos submetidos, ainda que não sejam férias, poderia bem ser considerada uma oportunidade, por exemplo, para estarmos mais próximos aos nossos familiares; para ler aquele livro esquecido por falta de tempo; para assistir àquele filme que sempre deixamos para amanhã. Em vez disso, muitos dedicam horas diariamente apenas aos *smartphones* e à pura perda de tempo.

Sabemos que a essa altura todos leram centenas (milhares?) de mensagens e postagens a respeito da pandemia. A única vacina, por assim dizer, de que até o momento dispomos contra as *fake news* sobre a covid-19, no entanto, são informações oficiais. Não se informe sobre a doença ou sobre medidas de combate a ela pelo “zap” que o amigo do cunhado do vizinho enviou. Ainda que seja um vídeo supostamente de um médico, vá aos canais oficiais das autoridades. A lista de “primeiras vítimas” da guerra tem muitos candidatos: para alguns, é a verdade; para outros, é a cultura; para outros ainda, a liberdade. Que sejam. Mas uma vítima da guerra que sem dúvida nenhuma todos reconheceriam é a informação. Por isso, se for para saber a respeito da pandemia do novo coronavírus, procure as informações mais precisas que puder. E elas dificilmente chegarão via WhatsApp.

Nossa estratégia atual segue a reflexão que apresentamos a seguir, cujos racional e implementação nas carteiras detalharemos mais adiante.

Charles Robert Darwin (1809-1882), naturalista, geólogo e biólogo britânico, causou enorme espanto na comunidade científica mundial ao publicar seu livro *A Origem das Espécies*, em 1859, no qual propôs a teoria de que todos os seres vivos descenderiam de um ancestral comum. Também lançou a teoria da evolução e diversificação de espécies por meio da seleção natural, que diz que os mais fortes e bem adaptados ao ambiente prevaleceriam. Doenças, por exemplo, são um dos muitos eventos evolutivos de seleção de espécies, com os mais fortes sobrevivendo e, por meio da procriação, transmitindo seus caracteres e perpetuando-se. Enterrado quase ao lado de Isaac Newton na Abadia de Westminster, na Inglaterra, Darwin, por suas contribuições, é considerado uma das maiores personalidades da história da ciência.

No mundo econômico ocorre o mesmo: empresas mais fracas podem deixar de existir ou sair da crise muito debilitadas. Já as bem geridas e financeiramente mais fortes estarão preparadas para superar a crise. Algumas delas inclusive já terão tido a experiência de passar por crises – tendo, portanto, aprendido com lições deixadas por episódios anteriores. Mesmo diante de um evento tão inesperado e de consequências imprevisíveis, estão, de certa forma, vacinadas.

Como abordaremos mais à frente, buscamos concentrar as carteiras justamente nessas empresas – ainda que no curto prazo existam muito mais interrogações do que respostas.

## CONJUNTURA INTERNACIONAL

O momento que vivemos combina três fatores, formando um triângulo de incertezas: evento sanitário, queda no preço do petróleo e stress econômico. Como uma tempestade perfeita, os comandantes mundiais da economia e das principais nações elaboram e implementam antídotos para combater a debacle. Querem minimizar os impactos nos empregos e na própria sustentabilidade financeira de centenas de milhões de famílias. Serão pelo menos US\$ 5 trilhões injetados na economia mundial.

Embora o preço do petróleo tenha acelerado a forte queda nas bolsas de valores, há por outro lado o efeito positivo de neutralizar a inflação pela injeção monetária. O consumo mundial de pouco mais de 100 milhões de barris de petróleo representa um custo de US\$ 1,8 trilhão anual, ao preço médio de US\$ 50/barril. Com o preço caindo pela metade, o mundo economiza em tese cerca de US\$ 900 bilhões. Mas o petróleo é apenas a ponta do iceberg, já que seu preço influencia outras matrizes energéticas como gás natural, carvão térmico e metalúrgico, biomassa, energia elétrica, petroquímicos, fertilizantes etc. Petroquímicos, por falar nisso, são a ponta de outro iceberg: influenciam preços de embalagens, alimentos, materiais de construção, utilidades, autopeças etc. Também os combustíveis derivados levarão forte queda aos custos de logística, agricultura, mobilidade etc.

Petróleo tipo WTI



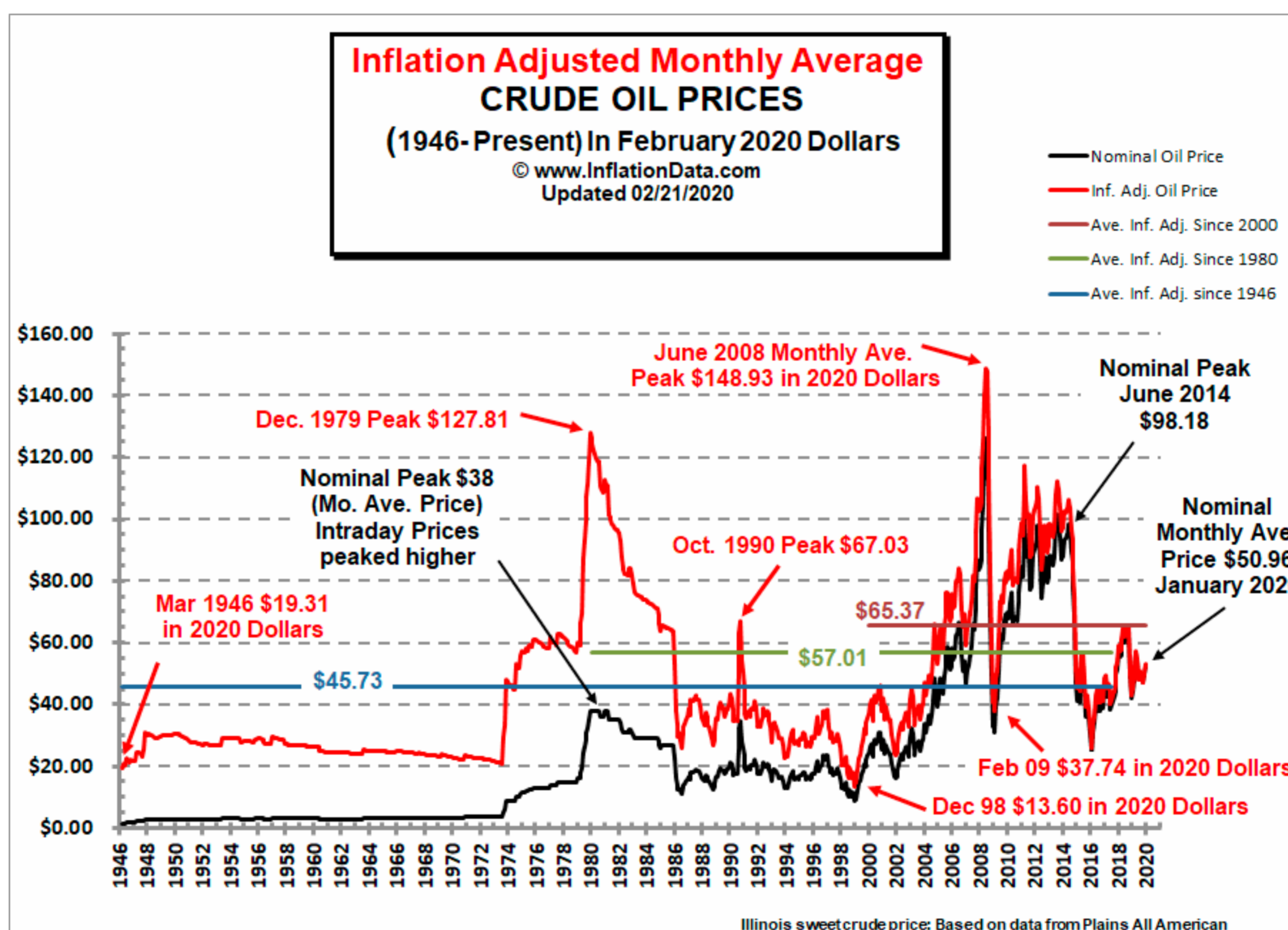
Apesar do faturamento e resultados menores de determinados setores – especialmente a produção de petróleo –, haverá forte redução nos custos e preços numa infinidade de cadeias produtivas e nos preços ao consumidor.

Acreditamos que a ação da Rússia de deliberadamente provocar a queda nos preços no petróleo está relacionada a dois eventos: 1) sanções econômicas a ela impostas pelos EUA relacionadas à invasão da Criméia em 2014; e 2) forte oposição do governo americano à construção de um gasoduto russo abastecendo com gás natural a Europa – notadamente a Alemanha, que busca reduzir emissões de CO<sub>2</sub> e usará para isso o combustível russo em novas termelétricas, que substituirão as atuais, abastecidas por carvão.

O gasoduto russo terá forte impacto na produção de gás de xisto (*shale gas*) americano, de custo muito elevado, e na intenção do presidente norte-americano, Donald Trump, de exportar esse gás na forma líquida para a Europa, como meio de cativar mercado para empresas norte-americanas do setor. No fundo, são disputas comerciais travestidas de políticas, com Trump usando uma estratégia mercantilista, tal como na disputa travada com a China, mas provocando reações contrárias e que no final prejudicam o mundo todo e os próprios EUA.

Produtores de maior custo, prestadores de serviços, fornecedores (em particular estaleiros construtores de plataformas e navios), empresas de *leasing*, bancos, fundos e investidores – todos sentirão impacto, e a Petrobras, como todas as empresas do mundo, não será exceção. Tendo sido analista e investidor por ao menos 15 anos, na minha percepção a empresa de fato será severamente impactada, limitando sua capacidade de investimentos, e os agentes econômicos obviamente reduzirão sua exposição ao setor petrolífero (acarretando queda de consumo e retração de investimentos).

Como no caso de toda e qualquer *commodity*, o preço voltará a subir – e a Lei de Darwin se fará presente: as empresas menos eficientes deixarão de produzir e até de existir, e o preço retomarará novo equilíbrio, ainda impulsionado pelo estímulo ao consumo para retomada da atividade econômica e pelos preços baixos. O gráfico abaixo ilustra muito bem a evolução do preço do petróleo, e arrisco-me a estimar uma estabilização entre US\$ 35 e 45 por barril.



Cabe lembrar os benefícios econômicos em países como China e Índia, que importavam aproximadamente US\$ 250 bilhões e US\$ 120 bilhões respectivamente por ano, além de Japão e Coreia do Sul, com US\$ 80 bilhões cada. Também dirigentes da Opep, Arábia Saudita e Rússia verão suas receitas despencarem e, com um pouco de bom senso, poderão retomar um novo acordo de produção, trazendo equilíbrio à oferta e à demanda. Para nós, isso seria capaz de ajudar na mudança de direção do vento dos mercados financeiros.

Os trilhões de dólares despejados nas maiores economias mundiais terão sem dúvida efeito inflacionário num segundo momento. O excesso de liquidez anterior à crise já vinha causando elevação nos preços dos ativos (em especial nas bolsas de valores) e queda de juros. Desta forma, acreditamos que os bancos centrais poderão recolher futuramente essa liquidez mediante aumentos de juros – elevando o risco nos ativos de renda fixa, que serão reprecificados. As ações – que despencaram em todo o mundo – poderão rapidamente reencontrar o caminho de alta, mas de forma seletiva (dependendo de países, setores e das próprias empresas). Quebras e falências serão inevitáveis.

Mais uma vez, evoca-se Darwin: as empresas mais fortes e que mais rapidamente se adaptarem ao novo ambiente econômico prevalecerão, ampliando sua presença e seu poder de estabelecer preços. Essas empresas estarão aptas a enfrentar o atual momento econômico, conforme abordaremos nas seções de Estratégia e no final (Posicionamento dos Fundos).

## CONJUNTURA LOCAL

Consideramos pouco relevante neste momento citar qualquer dado ou projeção econômica: dados passados pouco importam e previsões serão meramente um exercício de “chutometria”.

Além de inseridos nos problemas que afetam todo o mundo, estamos estarecidos com o modo como nossos políticos enfrentam a situação. Nos EUA, mesmo diante de uma ferrenha disputa em ano de eleições presidenciais, políticos dos dois principais partidos aprovaram medidas apresentadas pelo presidente Trump de forma a manter a economia funcionando e evitando a quebra de empresas e setores – e ainda provendo recursos aos cidadãos necessitados.

No Brasil, ao contrário, observa-se um jogo de vaidades e interesses políticos, e determinada mídia criticando todas as iniciativas do presidente e incitando a população contra o Poder Executivo. Governadores e prefeitos agem como se não fizessem parte da República e ao mesmo tempo apresentam o chapéu, pedindo ajuda ao governo federal e dispensa de suas obrigações financeiras. Verdadeiro show de horrores, quando o país mais precisa de união e governantes que remem de forma organizada para fazer o barco avançar.

Felizmente o país conta com alguns bons ministros, equipe econômica, dirigentes das principais estatais e presidentes de BNDES e Banco Central. O governo vem tomando medidas para minimizar a perda de empregos, paralisação de indústrias, assistência aos autônomos, pequenas e médias empresas, em conjunto com os grandes bancos privados. Grande parte da população demonstra responsabilidade e solidariedade – este, um dos atributos mais próprios e louváveis da nação brasileira. Cerca de R\$ 700 bilhões serão injetados na economia através de diversas fontes e meios. Só o tempo dirá se essas medidas serão suficientes para minimizar os efeitos da paralisação da atividade econômica (embora muitas empresas e setores continuem a produzir normalmente). Outro desafio será a recuperação das contas públicas num momento de queda brutal da atividade econômica e da arrecadação de impostos.



Mais importantes do que nunca, as reformas necessitam do apoio da sociedade e dos poderes Legislativo e Judiciário. Ausente esse apoio, o Brasil continuará como gigante adormecido e à mercê de novos governantes populistas.

Destacamos ainda o comportamento do câmbio, já que a moeda é uma importante variável em nossa estratégia, como detalharemos à frente. No ano, o real desvalorizou-se 30% frente ao dólar, e 33,4% nos últimos 12 meses, fechando o trimestre cotado a R\$ 5,20. Embora possa exercer pressão inflacionária (principalmente sobre alimentos), a pressão do câmbio é atenuada pela forte redução na demanda e pelo efeito da queda do petróleo nos preços dos combustíveis aos consumidores. A exemplo do que comentamos na conjuntura internacional, em algum momento o Banco Central deverá promover uma elevação nas taxas de juros e gradualmente retirar o excesso de liquidez do sistema. Acreditamos que o PIB deverá ser negativo entre 3% e 5% neste ano, mas caso a situação sanitária se normalize nos próximos três meses, e as medidas econômicas se mostrem eficientes, o Brasil poderá apresentar retomada no crescimento – sem que isso diminua a importância de ver aprovadas as reformas administrativa e tributária, para que vejamos o país alçar desta vez voo de ave migratória (e não, como de tantas outras vezes, voo da galinha).

## DESEMPENHO DOS FUNDOS

Como rotina, uma vez mais os investidores estrangeiros buscam refúgio em mercados e ativos de menor risco. Para isso, venderam maciçamente suas posições em ações em países emergentes, como o Brasil. Em março, mais um recorde foi batido: as vendas líquidas somaram R\$ 24,2 bilhões. No trimestre, acumularam R\$ 64,4 bilhões (mercado secundário), mais que o dobro de 2008 (quando ficaram em R\$ 25 bilhões).

Obviamente, se existem vendas, na outra ponta estão os compradores – no caso, os investidores locais. Para a grande maioria deles, não há muitas opções para deslocar nossos recursos ao exterior. Como escrevemos no final da resenha de fevereiro sobre o “estouro da bolha da renda fixa”, uma das alternativas é a realocação de investimentos dos mercados de renda fixa para a renda variável. A renda fixa transformou-se em mera preservação de capital, se tanto, dada a forte queda nas taxas de juros e remuneração.



O destaque absoluto foi a participação de pessoas físicas, com compras líquidas de R\$ 17,6 bilhões – absorvendo 73% das vendas dos estrangeiros (corroborando nossa visão da perda da atratividade da renda fixa), enquanto fundos de pensão e investidores institucionais atuaram timidamente, focados na enorme tarefa de tentar reduzir as perdas atuariais. Para isso, diminuíram a alocação em renda variável, mas acabaram perdendo uma grande oportunidade de investir em ativos bastante descontados. Mantivessem o olhar no longo prazo (horizonte pelo qual deveriam guiar-se), acabariam vendo que esses ativos descontados atualmente representam uma oportunidade ímpar de retorno.



Destacamos ainda que o número de CPFs registrados na custódia da B3 (Bovespa) cresceu 15% em março, atingindo 2,27 milhões – número ainda tímido para o tamanho de nosso mercado, que, comparado aos de outros países, tem grande potencial de crescimento. Acreditamos que isto representa uma grande evolução na maturidade de mercado. Tradicionalmente muitos investidores vendem na baixa e voltam a comprar na alta. Desta vez, boa parte dos investidores pessoas físicas age ao contrário, como verdadeiros investidores de longo prazo, ao invés de meros especuladores “curto-prazistas”.

Diante deste cenário, o Ibovespa apresentou queda de 29,9%, voltando aos 73.020 pontos, pouco abaixo dos 76.402 pontos do final de 2017. Ou seja: rapidamente consumiu-se todo o ganho acumulado nos últimos dois anos. Em dólar, a queda foi de 39,3%, e no ano, de 47,8%, diminuindo o valor investido pelos estrangeiros quase pela metade e ainda mantendo-se na ponta vendedora. Conjugando-se vendas líquidas e redução do valor de mercado, o que se vê é uma forte redução da presença dos investidores estrangeiros por aqui.

O lado positivo desse movimento é que normalmente as alocações nos diferentes países ou mercados consideram a participação do PIB local no PIB global – isto é: o Brasil, que representa cerca de 1% do PIB mundial, receberia (em tese) 1% das alocações de investidores globais como posição neutra. Taxa de crescimento do PIB, risco medido pelas agências de *rating*, estabilidade política, solidez das contas públicas, crescimento dos lucros – estes e outros parâmetros são levados em consideração e comparados com os mesmos indicadores de outros mercados e países. Portanto, caso o Brasil “entre nos eixos”, poderemos receber esses recursos de volta. Mas, se isso acontecerá, só o tempo vai dizer – ainda mais neste momento, de tantas variáveis e incertezas.

A título de comparação, o índice S&P 500 (o principal das bolsas norte-americanas) caiu 26,5% em março. Ou seja: mais de um quarto do valor no mercado acionário das 500 maiores empresas americanas, na maior economia do mundo, se evaporou em apenas um mês. Nada menos que assombrosos US\$ 6 trilhões – quase três vezes mais do que o pacote de estímulos e sustentação que será injetado na economia americana.

Os fundos da Trígono tiveram desempenho semelhantes, exceto o Trígono Prev 70 (pela natureza de exposição de até 70% da carteira em renda variável). Na seção Estratégia, comentaremos nosso posicionamento no atual cenário.

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

O fundo teve desvalorização de 31,1% em março e de 30,2% no ano, e um ganho marginal de 0,07% em 12 meses. O índice referencial IDIV apresentou queda de 25,5% em março, 31,2% no ano e 7,8% em 12 meses – ou seja: o fundo apresenta um ganho de 7,85% sobre seu referencial neste período de um ano.

Todos os setores tiveram desempenho negativo. Pela ordem, os que apresentaram as maiores contribuições negativas foram: Indústria (-10,8%), Agronegócio (-5,0%) e Concessões (eletricidade, gás natural e saneamento (-4,9%), contribuindo em conjunto com 20,7% de desvalorização. Os três setores também representam as três maiores exposições setoriais do fundo (62%), enquanto as perdas foram equivalentes a 66,6% do total. A concentração setorial teve efeito adverso no desempenho da carteira, portanto.





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

O fundo teve desempenho negativo de 31,8% em março, 29,3% no ano e 14,5% em 12 meses. O referencial IBOV apresentou quedas de 29,9%, 36,9% e 23,5%, respectivamente. Desta forma, em um ano o Verbier teve desempenho superior de 9 pontos de porcentagem sobre seu índice de referência em 12 meses.

Todos os setores tiveram desempenho negativo. Pela ordem, os que apresentaram as maiores contribuições negativas foram: Indústria (-17,9%), Agronegócio (4,0%) e Comércio (3,1%), contribuindo em conjunto com 25% de desvalorização. Os três setores também representam as três maiores exposições setoriais do fundo (59%), enquanto as perdas equivaleram a 79% do total. A concentração setorial teve, então, efeito bastante adverso no desempenho da carteira. Desde seu início em agosto de 2007, o Trígono Flagship acumulou valorização de 29,7%, ante queda de 3,0% no índice SMLL – portanto um *alpha* (ou excesso de retorno) de 32,7% em 23 meses.

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

O fundo teve desempenho negativo de 35,0% em março, de 33,3% no ano, e um ganho de 4,4% em 12 meses. O índice referencial SMLL apresentou quedas de 35,1%, 40,2% e 12%, respectivamente. Desta forma, o fundo teve desempenho superior de 16,4 pontos percentuais sobre seu índice de referência. Desde seu início, em abril de 2018, o Trígono Flagship acumulou valorização de 29,7%, ante queda de 3,0% no índice SMLL – portanto um *alpha* (ou excesso de retorno) de 32,7% em 23 meses.

Todos os setores tiveram desempenho negativo. Pela ordem, os que apresentaram as maiores contribuições negativas foram: Indústria (-14,3%), Agronegócio (-5,7%) e Logística (-4,8%), contribuindo em conjunto com 24,9% de desvalorização. Os três setores representam as três maiores exposições setoriais (56% do fundo), mas proporcionaram perdas equivalentes a 71% do total, demonstrando que a concentração setorial contribuiu para uma perda maior em relação aos setores de menor concentração.





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

Com início em 2 de setembro de 2019, o fundo teve queda de 24,3% em março, 25% no ano e 12,6% desde o seu início. O índice Ibovespa – apenas para comparação (não sendo índice de referência) – apresentou queda da 36,6% neste ano. A alocação de até 70% em ações explica o desempenho do fundo. No fechamento do mês, o fundo estava com 65% de seus ativos alocados em renda variável e 35% em renda fixa, exclusivamente em fundo que investe apenas em Tesouro Selic.

O setor de incorporação imobiliária proporcionou pequena contribuição positiva de 0,53%, seguido pelas maiores contribuições negativas: Indústria (-6,5%), Concessões (eletricidade, gás natural e saneamento) e Logística (-3,9%). A maior alocação do fundo é representada pelo setor ligado ao Agronegócio (18% da carteira total), que teve a quarta maior contribuição negativa (-3,24%).

## ESTRATÉGIA

Como comentado no início desta resenha, o momento é de preservação, não de especulação - busca por ações que poderão subir mais, pelo simples fato de terem caído mais. Este é um racional ingênuo, pois muitas empresas de fato serão severamente atingidas. BNDES e BNDESPAR deverão agir para proteger determinados setores essenciais, mas isto não significa que os investidores minoritários estarão protegidos. Uma forma de atuação é associar crédito à conversibilidade dos títulos em ações e/ou bônus de subscrição. Isso poderá resultar em chamada de capital junto a todos os acionistas e diluição de capital, reduzindo o valor unitário das ações. Todo cuidado é pouco, portanto.

Devido à formação em crédito na história profissional do gestor – 15 anos em bancos estrangeiros (Chase Manhattan e Citibank) e gestão de recursos de terceiros (Citibank e Western Asset Management) –, passamos por inúmeras crises, com destaque para as de 1982 (recessão fortíssima), 1986 (moratória da dívida externa do Brasil após o fracasso do Plano Cruzado), 1990 (Plano Collor em março, com retenção da liquidez da economia na tentativa de debelar a inflação) e 2008, grave crise financeira mundial, com raiz em títulos chamados de *sub-prime* e que acarretaram a quebra do banco Lehman Brothers, o que detonou a crise em mais larga escala.

O que aprendemos e estamos implementando ainda mais fortemente é: concentrar nossos investimentos em empresas com I) elevado percentual das receitas em moeda estrangeira; II) preços em moeda estrangeira; III) subsidiárias no exterior; IV) forte estrutura de capital, notadamente com elevada posição de caixa em relação a dívidas (e estas com perfil de longo prazo); V) baixa exposição a dívidas em moeda estrangeira; e VI) com negócios em nichos com fortes barreiras à entrada de competidores e importações. Essa estratégia é utilizada por este gestor desde 2015, quando o governo Dilma Rousseff demonstrava total descontrole das contas públicas.

Obviamente é quase impossível encontrar empresas com todos estes atributos, mas conseguimos reunir em nossos fundos muitas com esse perfil. Algumas, acreditamos, poderão apresentar, neste ano e em 2021, resultados muito melhores do que os de 2019. São particularidades. Também temos visões antagônicas em relação a alguns analistas de mercado, já que muitos deles se prendem a análises de curto prazo; nós sempre mantivemos um horizonte de dois a três anos.

Usando uma pequena analogia, não buscamos montar cavalos muito rápidos em tiros curtos, como o quarto de milha ou o puro sangue inglês – que disparam na frente e se cansam em seguida (grandes e pesados como muitas *large caps*). Preferimos nosso mangalarga, dócil, confortável e resistente, ou o pequeno e formidável árabe (um verdadeiro *small cap*) que, sim, seguem mais devagar, mas são acostumados a trilhas, desertos, longas distâncias. Chegam ao destino final e cumprem sua missão. Esta é, afinal, a nossa tarefa de gestor. A seguir, mostramos nossos principais “cavalos”.

## Principais posições – Cavalos resistentes e que chegam longe

Após participar de mais de 25 videoconferências com investidores, *lives* e gravações com consultorias de investimentos nas duas últimas semanas, o que pude observar é que investidores e consultores querem entender “a cabeça do gestor” e como os fundos estão posicionados. Desta forma, em caráter excepcional, vamos apresentar um resumo dos nossos principais investimentos.

Quase impossível determinar os resultados e dividendos em 2020, mas acreditando numa normalização da economia e do mercado em dois ou três anos, estamos nos posicionando cada vez mais nas empresas que apresentam os atributos elencados na seção anterior. Acredito que existem excelentes oportunidades de arbitrar a irracionalidade do mercado e aumentar posições em empresas que se encontram a preços extraordinariamente baixos, mesmo com benefícios vindo no longo prazo.

A oportunidade é de comprar ativos independentemente do lucro que venham a auferir em 2020. Essa é uma das lições que grandes mestres como Benjamim Graham, Warren Buffet e seu amigo e guru Charles Munger ensinam – e das quais o lendário gestor Peter Lynch tão bem se aproveitou, e até Sir John Maynard Keynes (vide resenha mensal de setembro de 2019) aplicou. Setores como *commodities* e industrial são demasiadamente penalizados, mas sem *commodities* e indústrias nada se produz ou consome (exceto serviços). O setor industrial é desprezado em momentos de recessão ou forte queda econômica, por ser o primeiro a parar. Mas é o primeiro a retomar suas atividades, pois, sem ele, não há produtos. O setor industrial e outros grandes empregadores de mão de obra poderão beneficiar-se de um antigo pleito do ministro Paulo Guedes, que é a desoneração da folha de pagamentos.

Nossa grande preocupação junto às empresas, com as quais temos falado nestas últimas semanas, são:

- 1) liquidez (disponibilidade de caixa a acesso a linhas de crédito) e estruturação de dívida;
- 2) cadeia de suprimentos e estoques de produtos e matérias-primas;
- 3) gestão de recursos humanos e flexibilidade em relação a gestão de salários, bancos de horas, jornadas de trabalho e férias coletivas, entre outros fatores.

Acreditamos que estes são os elementos-chave e, claro, outros podem ser observados. Mas, se pudéssemos fazer apenas três perguntas, seriam a respeito desses elementos. Felizmente, pudemos elaborar muitas outras questões, e continuamos em contato com as empresas, seus conselheiros e acionistas controladores.

## Tupy (TUPY3)

Fundada em 1938 com sede em Joinville (SC), é líder mundial na manufatura de blocos e cabeçotes de ferro fundido para motores. Cerca de 80% de suas receitas são gerados no exterior (60% nos EUA), com exportações do Brasil e produção em duas plantas industriais no México – uma delas construída pela Caterpillar para abastecer sua fábrica de motores nos EUA. No México, suas operações são principalmente dolarizadas (exceto pelos salários, pagos em moeda local). Os principais clientes da Tupy são grandes montadoras de veículos



(especialmente comerciais, *off-road*, tratores, *pick-ups* e SUVs) como Ford, Fiat Chrysler, Daimler, Scania, VW, Caterpillar e John Deere, e fabricantes de motores como Cummins e MWM. A empresa faz parte de vários ETF e índices e é inserida no grupo de bens de capital.

Seu controle acionário é compartilhado por Previ (25,9%) e BNDESPar (28,2%), com cerca de 70% a 80% das ações em circulação (*free float*) em poder dos estrangeiros. O setor possui uma enorme barreira de entrada, devido a tecnologia, relacionamento de longo prazo com montadoras e mútua dependência e com prazos de três a quatro anos para desenvolvimento e aplicação de um novo produto. O preço de suas ações em moeda local está ao nível de abril de 2012 (já ajustado pelo recebimento de dividendos) e, em dólar, ao nível de 2009, quando seu faturamento era equivalente a um terço do atual. Em 2012 concluiu a aquisição de duas fundições de bloco e cabeçotes no México por US\$ 439 milhões, com capacidade anual de 308 mil toneladas de produtos e margem de rentabilidade bem inferior à da Tupy.

No Brasil, a Tupy possui capacidade de 440 mil toneladas anuais, praticamente 100% utilizada. Em dezembro de 2019, anunciou a aquisição de sua única concorrente no Brasil, a Teksid S.P.A, sediada na Itália (controlada pelo grupo Fiat Chrysler), com 90 anos de atividade e capacidade de 509 mil toneladas, distribuídas em mil ton/ano da seguinte forma: Brasil (Betim-MG), 237; México, 97; China (*joint venture* com grupo local), 70; Polônia, 65; e Portugal, 41. Foram pagos cerca de US\$ 230 milhões pelas plantas, numa transação que deve ser concluída no segundo semestre deste ano, contando com 100% de financiamento de longo prazo assegurado.

Desta forma, a Tupy passa a ser monopolista no Brasil e traz novos clientes, como o Grupo Case New Holland e outros, e assegura para si contratos de sete anos para fornecimento aos grupos Fiat Chrysler e CNH. A Teksid registra 30% de ociosidade e margem de rentabilidade equivalente a metade da exibida pela Tupy. Para a empresa, sinergias e melhorias poderão trazer a rentabilidade – e no México ainda existe espaço para melhorar. As aquisições, com capacidade de 817 mil toneladas, permitirão à Tupy quase triplicar de tamanho em oito anos; no entanto, o valor das suas ações atribuído pelo mercado é de um terço do de antes das aquisições.

Tendo o valor da aquisição no México como referência por tonelada de capacidade e uma rentabilidade potencial equivalente à da Tupy, estimamos para esta um valor potencial de US\$ 1,8 bilhão; deduzindo daí sua dívida líquida atual, de US\$ 168 milhões, e US\$ 250 milhões do novo financiamento, chegamos a um valor de US\$ 1,35 bilhão – comparado a US\$ 315 milhões de seu valor em bolsa. A empresa reportou em 2019 disponibilidade de caixa de R\$ 845 milhões e R\$ 80 milhões em dívidas a vencer até 2023. O preço atual das ações equivale a seis vezes o lucro líquido reportado em 2019 (sendo que a média nos últimos cinco anos era de 13 vezes).

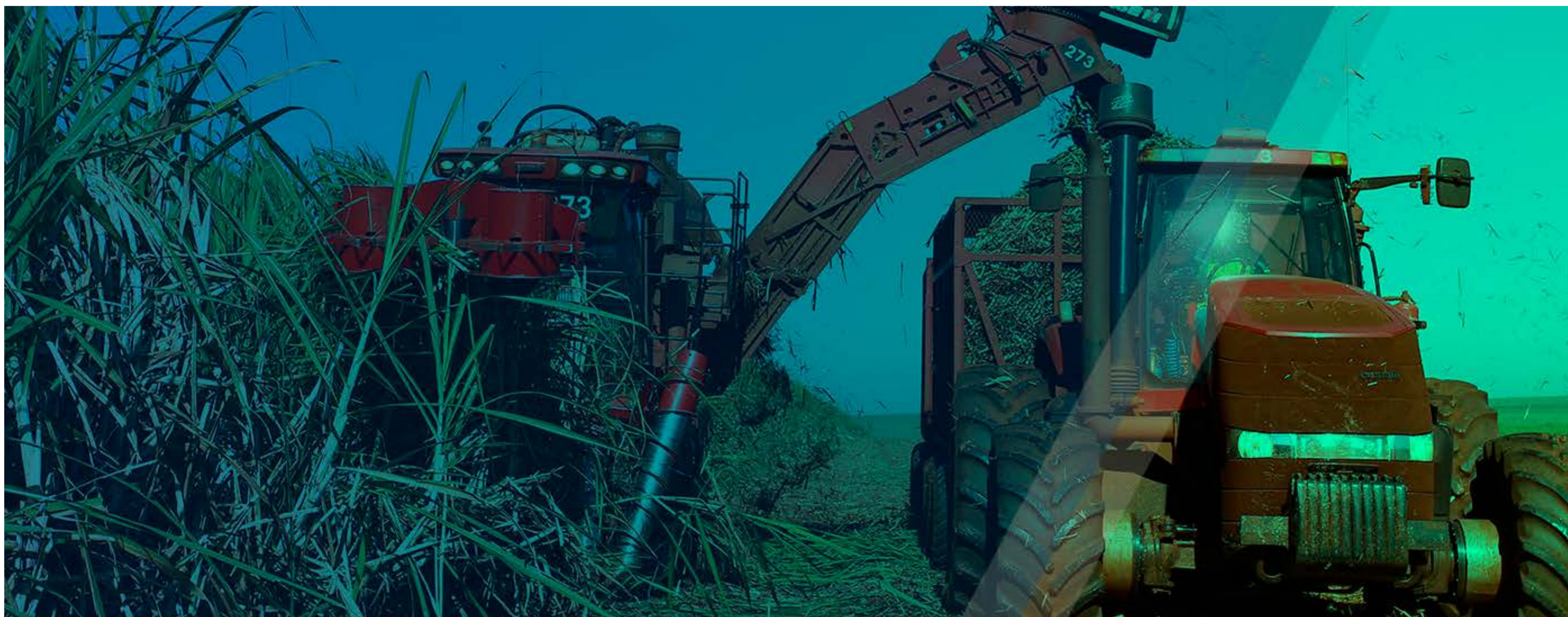
A empresa obteve em março cerca de R\$ 500 milhões em novas linhas de financiamento de médio prazo, reforçando ainda mais sua liquidez. Acreditamos que as ações tenham potencial de triplicar de valor nos próximos três anos, tendo em vista a aquisição da Teksid, o baixo valor atual e a normalização do mercado neste período. A ação a R\$ 11,40 representa uma queda de 55% sobre o registrado no final de 2019 e de 65% em dólares. Ou seja: mesmo com negócios 80% representados por moeda estrangeira, o mercado precifica a empresa hoje em um terço de seu valor há três meses.

Para finalizar, seus negócios estão intimamente relacionados aos EUA, onde alguns de seus clientes não pararam as atividades e deverão receber fortes estímulos do governo Trump. Além disso, o negócio ligado a bens de capital, como linha *off road*, é o que apresenta maior rentabilidade para a Tupy e com maior potencial de crescimento, tendo agregado a Case New Holland a seu portfólio de clientes através da Teksid.

### **São Martinho (SMT03)**

Controlada por um grupo de três membros de um dos ramos da família Ometto, atua no setor canavieiro (açúcar e etanol) desde 1918. Tem capacidade de esmagamento de 24 milhões de toneladas por ano (4% da região Centro-Sul do Brasil), em quatro unidades. Consideramos a São Martinho uma das mais eficientes, rentáveis e sustentáveis empresas do mundo neste setor, com uso intensivo de tecnologia, canaviais de alta produtividade.

de, cogeração de energia elétrica (800 MW), escala industrial e gestão profissional de grande competência. A empresa tem sólida estrutura de capital e geração operacional de caixa superavitária, o que permite novos investimentos e remuneração de acionistas, ao mesmo tempo reduzindo a alavancagem financeira (já num nível muito baixo). Desde 1967 atua na mecanização das colheitas e em 1997 implementou o sistema alemão SAP de gerenciamento, demonstrando pioneirismo em práticas agrícolas e ambientais (a mecanização da colheita dispensa a prática de queimadas) e ferramenta de gestão e controle empresarial considerada referência mundial.



Pioneira em técnicas agrícolas como o sistema de meios (que muda radicalmente o sistema de plantio), implementou em 2019 o projeto COA de automação agrícola na unidade São Martinho (maior usina do mundo e responsável por 45% de toda a moagem). Com isso, conta com controle *real-time* de toda a movimentação de veículos e maximização da oferta de equipamentos – aumentando assim a eficiência e reduzindo custos operacionais.

Estimamos receita de R\$ 3,9 bilhões no balanço encerrado em março de 2020 e um lucro líquido acima de R\$ 700 milhões. A empresa processa dois terços de cana-de-açúcar em canaviais próprios em 300 mil ha e adquire um terço de terceiros. Destacamos que a empresa possui flexibilidade para processar até 50% da cana para açúcar, sendo que as três unidades em São Paulo alternar 62% e 38% entre açúcar e etanol e vice-versa, e uma unidade em Goiás dedica-se totalmente ao etanol.

Após esta breve introdução, destacamos a ação judicial favorável à Copersucar e suas associadas contra o IAA (Instituto do Açúcar e do Alcool) com valor atual corrigido de R\$ 17 bilhões, cabendo à São Martinho 13%, parcelados e corrigidos (IPCA + 6%) até 2024. A ação decorre do tabelamento de preços dos derivados de cana-de-açúcar no período 1985/1989. Existem ainda cerca de R\$ 2,5 bilhões em discussão relativos à determinada correção monetária. A São Martinho acumula créditos de cerca de R\$ 2 bilhões ainda não contabilizados (tais créditos são registrados apenas quando o montante é efetivamente recebido). Em 2019, foram R\$ 367 milhões.

Com a forte queda no preço do petróleo, o mercado imediatamente relacionou o preço da ação ou a São Martinho ao petróleo, e sua ação caiu de R\$ 29,68 no fim de fevereiro para R\$ 14,78 no fim de março. Foram mais de 50% de perda de valor em 30 dias, para R\$ 5,2 bilhões. Só os canaviais em terras próprias valem R\$ 3,6 bilhões (cerca de 60 mil ha, avaliados em cerca de R\$ 60 mil/ha), que, adicionados aos créditos junto ao IAA, representam R\$ 5,6 bilhões. Portanto, as quatro usinas, maquinários e canaviais próprios em terras arrendadas são precificadas pelo mercado a valor negativo. Segundo os demonstrativos da empresa, seus bens industriais, equipamentos e lavouras possuíam um valor a custo de R\$ 5 bilhões um ano atrás.

Para o mercado e analistas do setor, a empresa sofrerá graves efeitos da queda do preço do petróleo e do etanol. Mais a cana deverá então ser direcionada para a produção de açúcar, e a consequência será uma queda

nos preços. No entanto, o mercado ignora fatores como a dedicação exclusiva de muitas usinas à produção de etanol (inclusive de milho) e que a desvalorização da nossa moeda em 39% em 12 meses compensará a forte queda do preço do açúcar, de US\$ 0,15/libra (pico de 12 meses em fevereiro) para os atuais US\$ 0,103/libra (mesmo preço de agosto de 2019).

A São Martinho já comercializou 80% da produção de açúcar com cana própria da safra 2020/21 que começa a ser colhida neste mês a um preço 35% acima do atual e possui capacidade para estocar 70% do etanol produzido até setembro – quando o mercado de petróleo poderá ter atingido um preço de equilíbrio.

Para nós, o que chama mais a atenção é que o mercado ignora as quedas de 40% da safra tailandesa (segundo maior exportador mundial após o Brasil) e de 20% da safra indiana (maior produtor e consumidor mundial de açúcar e eventualmente exportador), e que a moeda destes países em 12 meses se desvalorizou 4% (caso da baht da Tailândia) e 10% (rúpia indiana), ante 39% do real. Não obstante, a Índia decretou uma paralisação total de todas as atividades por 21 dias, devido ao novo coronavírus, o que poderá causar um efeito devastador na economia local e na produção de cana por milhões de pequenos produtores. O prejuízo será ainda mais sentido na produção de açúcar. Na Índia a indústria não pode produzir a própria cana, fornecida por pequenos produtores, uma enorme ineficiência agrícola e de logística.

A produção máxima de açúcar pelo Brasil ocorreu nas safras 2010/11 (foram 38,1 milhões de toneladas) e 2017/18 (com 38,7 milhões de toneladas), sendo que na safra 2019/20 foram produzidos 29 milhões. Portanto, acreditamos que o país poderá produzir teoricamente 9 milhões de toneladas adicionais de açúcar na atual safra. A Índia produziu 29 milhões de toneladas em 2019 e a Tailândia, 13,5 milhões. A quebra de safra destes países representa retração potencial das mesmas 9 milhões de toneladas que o Brasil poderia produzir adicionalmente. Na última safra 2019/20 a Tailândia exportou 10,5 milhões; a Índia, 5 milhões; a Austrália, 3,5 milhões; e o Brasil, cerca de 18,6 milhões, sendo estes os principais exportadores.

No entanto, o setor canavieiro no Brasil passa por grave crise financeira e acreditamos numa queda acentuada na produção devido à falta de capacidade financeira e de capital de giro, e muitas quebras de empresas. Embora o câmbio possa ajudar, muitas usinas acumulam pesadas dívidas em moeda estrangeira, em diversos casos relacionadas a investimentos em etanol. Com dissemos anteriormente, a Lei de Darwin será implacável nesse setor.

### Kepler Weber (KEPL3)

Quase centenário (fundada em 1925), com sede em Panambi (RS), o nome Kepler Weber é quase sinônimo de silos. Embora sua atividade se caracterize como indústria de manufatura (basicamente processamento de aço em silos metálicos, transportadores horizontais e verticais, secadores e máquinas de limpeza de grãos), o agronegócio é seu grande motor. É a empresa líder do setor de armazenagem no Brasil, com aproximadamente 40% de *market share* no segmento (seu maior concorrente tem menos de 10%). Alguns concorrentes encontram-se em dificuldades financeiras e outros atuam apenas regionalmente. Sua receita em 2019 veio de armazenagem (73%), construções de transportadora de granéis (5,2%), peças e serviços (11,4%) e exportação de produtos (5,2%). É o *one-stop-shop* da pós-colheita.



A KW atende produtores de grãos, companhias de armazenagem, cooperativas, processadoras de grãos (como empresas de proteínas, óleos vegetais e rações) e ainda *tradings* e entrepostos logísticos (ferrovias, hidrovias e portos). Sua principal acionista é a gestora de recursos Tarpon Investimentos, com 30,1% (tendo adquirido recentemente uma posição de 17,5% da Previ – mesma posição atual detida pelo Banco do Brasil).

Em 2019, a razão da capacidade de armazenamento/produção total de grãos no Brasil foi de cerca de 70% - menos que os 120% considerados *benchmark* pela FAO (*Food and Agriculture Organization*) para segurança alimentar das nações. Nos EUA esse nível foi de aproximadamente 114% em 2016. O armazenamento é importante tanto para compra na safra a preços mais baixos quanto para vendas a preços mais favoráveis na entressafra. Desta forma, o armazenamento proporciona diminuição dos custos de frete, que encarecem em período de safra pela procura elevada e pelos tempos maiores de deslocamento por conta do trânsito em estradas e portos. Considere a multa diária de U\$ 30 mil por atraso de um navio no porto, comum em períodos de escoamento de produção, custo que não raro é repassado ao exportador. Além de potencializar as receitas e reduzir custos, os silos são essenciais na manutenção dos grãos em condições sanitárias (eliminação de fungos e insetos) e de umidade ideais, que influenciam na qualidade e nos preços.

Para que o leitor tenha ideia, um silo para armazenar de 5 mil a 6 mil toneladas de grãos custa aproximadamente R\$ 5 milhões (coisa de R\$ 1 milhão por tonelada). Um silo típico armazena 20 mil toneladas. Os financiamentos são fatores-chave, com o BNDES ofertando uma linha específica denominada PCA (Programa de Construção e Ampliação de Armazéns), com custo de 6% (até 6 mil toneladas) a 7% (acima disso) prefixados, ou 1,54% acrescido de fator de correção, com 15 anos para pagamento e três de carência. Também fundos imobiliários disponibilizam recursos de investidores com prazos até 20 anos, por meio da modalidade de aluguel. O governo não definiu ainda as linhas de crédito e condições do Plano Safra 2020/21. Os bancos são os agentes financiadores (sendo o Banco do Brasil um dos principais). O investimento é 100% financiado. A KW tem sido procurada por fundos imobiliários como prestadora de serviços para auditar a qualidade de silos existentes na modalidade *sale-and-lease-back*, manutenção, melhorias e novas estruturas, sendo esta uma nova forma de financiamento e com enorme capacidade de prover recursos. Trata-se de uma interessante modalidade de investimento para investidores de renda fixa em fundos imobiliários, sendo a KW uma das principais beneficiadas destes recursos.



O adquirente de um silo tem de ser bastante seletivo na seleção de seu fornecedor. Normalmente o cliente adianta um terço no contrato e paga um terço na execução e um terço na entrega. O risco de uma empresa não entregar o silo devido a dificuldades financeiras e de execução é grande; os recursos adiantados podem perder-se e o cliente ainda ficar sem o produto. Neste contexto a KW coloca-se em grande vantagem perante a concorrência, além de sua marca e assistência técnica, importantes barreiras de entrada.



Como perspectiva de mercado, o Brasil deverá colher na safra 2019/20 cerca de 248 milhões de toneladas de grãos e aumentar de 5 milhões a 10 milhões de toneladas a produção na próxima. Como comentamos antes, se apenas um terço do aumento da produção demandar novos silos (sem considerar o enorme déficit atual) e ficar no ponto médio (cerca de 7,5 milhões de toneladas), será necessário um investimento de R\$ 2,5 bilhões, sendo que a KW apresentou uma receita total de R\$ 583 milhões em 2019.

A KW tem uma condição vantajosa em razão da qualidade associada à sua marca, da solidez financeira e da confiabilidade no prazo e na entrega do produto. A empresa tem disponibilidade de caixa de R\$ 85 milhões e dívida total de R\$ 43 milhões (sendo R\$ 17 milhões de longo prazo). Investimentos em automação de processos e eficiência (*lean manufacturing*) melhoraram de forma significativa sua rentabilidade operacional em 2019. Acreditamos num forte potencial de crescimento de receitas. Por exemplo: em 2014, atingiu R\$ 906 milhões e lucro líquido de R\$ 132 milhões. A KW é precificada hoje em R\$ 630 milhões (ou 4,8 vezes o lucro de 2014), mas atualmente a companhia é mais eficiente, a taxa de câmbio favorece a produção de grãos e a oferta de crédito tende a aumentar, com estímulos à cadeia logística – sendo a armazenagem um gargalo importante e com déficit cada vez maior.

Resumindo: a KW é líder de mercado, atuando em nicho com uma das melhores perspectivas de crescimento, com novas modalidades de financiamentos aos clientes, e atua num setor com enorme déficit de capacidade de armazenagem de grãos. Um ponto a seu favor é a participação do Banco do Brasil em seu capital – o banco é um dos principais agentes financeiros do setor e busca financiar empreendimentos de menor risco (especialmente quando uma parte importante do risco é a capacidade de execução dos fabricantes). E o momento, como todos sem dúvida já compreenderam, é de minimizar riscos.

## Ferbasa (FESA4)

Fundada em 1961 pelo engenheiro José Gorgosinho de Carvalho, já com capital aberto, é uma empresa verticalizada na produção de minérios e ferroligas (ferro cromo-FeCr e ferrosilício-FeSi75%).

Antes de detalhar este caso de investimento, é importante entender um pouco a história desta empresa e sua controladora. O sr. Carvalho, de origem muito humilde em MG, é um exemplo quase único de empreendedor no Brasil. Visionário e filantrópico, aos 44 anos de idade (tendo a Ferbasa 15 anos apenas) doou 94% das suas ações ordinárias para a FJC (Fundação José de Carvalho) que passou a controlar 50,1% do capital total. O sr. Carvalho foi pioneiro no Brasil ao instituir no estatuto social da empresa um programa de participação de resultados. A FJC educa com grande qualidade mais de 3,5 mil crianças carentes na Bahia, em seis escolas, e mantém inúmeras obras e iniciativas sociais. A FJC é mantida por dividendos da Ferbasa e contratou a Fundação Dom Cabral para elaborar um plano de perpetuação (seus dirigentes têm a responsabilidade tanto de conservar o legado quanto de melhorar a obra de seu fundador). Falecido em 2015, praticamente não deixou bens e, acometido de Alzheimer, viveu modestamente seus últimos anos. Mas deixou uma enorme lição de vida e de desprendimento. Um dos seus propósitos era transformar a Ferbasa em exemplo para os demais empresários do país e dizia que os dividendos não eram um fim, no caso da empresa, eram um meio de colaborar com a educação no país.

O FeCr é matéria-prima essencial na produção de aço inoxidável. O Brasil produz 350 mil toneladas por ano, e a produção mundial em 2019 foi de 52 milhões de toneladas (a China, que aumentou em 10% sua produção no ano passado, respondeu por 56%). Detalhe: a China não dispõe de minério de cromo; é, portanto, o maior importador mundial do insumo. O FeSi75% é matéria-prima essencial para todo tipo de aço, como elemento desoxidante essencial na qualidade do aço.

A Ferbasa é a única produtora de FeCr nas Américas – produz 50% do FeSi75% do Brasil e exporta mais de 80%, principalmente para o Japão. A empresa dobrou neste ano a produção do FeSi HP (de alta pureza, em inglês), essencial em todos os equipamentos que necessitam de eficiência energética – geradores, transformadores e motores elétricos (veículos inclusive), por exemplo. A Ferbasa exporta 100% deste produto com elevado valor agregado e contribuirá positivamente nos resultados deste ano, devendo representar quase 40% do

volume do FeSi produzido. A empresa é precificada pelo mercado em R\$ 1 bilhão, e suas ações caíram quase 40% neste ano.



Terá este comportamento algum fundamento? Vejamos: para a produção de FeSi75% a Ferbasa conta com 65 mil hectares (ha) de terras, sendo 26 mil ha plantados com eucaliptos para produção de carvão vegetal (que substitui o coque mineral com vantagens ambientais e em custos). O FeSi é uma combinação de quartzo, carvão vegetal, ferro e uso intensivo de energia elétrica. Estimamos o valor destas florestas e propriedades entre R\$ 400 milhões e R\$ 500 milhões. Em 2018, a empresa comprou do Grupo Santander um parque eólico (BW) com capacidade de geração de quase 80 MW (a Ferbasa consome 210 MW) por R\$ 490 milhões – sendo R\$ 300 milhões pagos em caixa e o restante financiado. Ou seja, somente esses ativos correspondem ao preço que o mercado atribui à empresa. A Ferbasa dispõe de 14 fornos de ferroligas que custariam R\$ 100 milhões cada um para serem construídos, ou R\$ 1,4 bilhão no total (descontando deste valor 50%, temos mais R\$ 700 milhões em ativos).

Mas o maior valor é a mina de cromo (além de quartzo, cal e outros ativos), com quase 40 milhões de toneladas de reservas (com extração de pouco mais de 500 mil toneladas por ano). O preço da tonelada de minério de cromo caiu de US\$ 400 por tonelada em 2017 para US\$ 130 por toneladas em 2019, devido à superoferta da África do Sul (que fornece 85% do minério que a China importa). Conta simples: essa mina contém um valor de pouco mais de US\$ 5 bilhões, e a Ferbasa vale menos de US\$ 200 milhões. No demonstrativo da empresa, o valor contábil da mina é de apenas R\$ 66 milhões (ou US\$ 15 milhões).

Em 2019, a empresa (sem considerar o parque eólico) reportou uma posição de disponibilidades de R\$ 139 milhões; R\$ 203 milhões a recuperar em PIS e Cofins; e estoques de produtos acabados e matérias-primas de R\$ 292 milhões (precificados em dólar). A dívida total da empresa controladora era de R\$ 186 milhões (sendo R\$ 46 milhões no curto prazo) e relacionada principalmente à compra do parque eólico. A dívida é 100% em moeda local, enquanto a Ferbasa teve receita de US\$ 300 milhões no ano passado (100% relacionada a moeda estrangeira, base para seus preços).

Com estes números, queremos demonstrar a solidez financeira da empresa, o grande desconto que o mercado atribui – avaliada em 60% de seu valor contábil, que nem de longe expressa o valor real de seus ativos como evidenciado anteriormente. Em 2019 distribuiu R\$ 111 milhões em dividendos (ou 11% de seu preço em bolsa e equivalente a 50% do lucro anual de R\$ 222 milhões) e mais de R\$ 400 milhões nos últimos cinco anos, e crescentes a cada ano. A FJC recebe 50% dos dividendos para manter seus programas educacionais e sociais.

Mas a grande cereja do bolo está por vir. Para cada R\$ 1 de desvalorização do real, sua receita anual cresce R\$ 300 milhões (tudo o mais mantido constante) e o lucro líquido, cerca de R\$ 200 milhões. Em 2019, o preço do FeCr – que representou pouco mais de 50% da receita total – estava com seu menor preço em termos reais desde 2008, com forte impacto na rentabilidade das empresas sul-africanas e afetando a Ferbasa. A África do Sul é a grande responsável pelos preços baixos da liga, pois alimenta a China – onde os custos de energia são muito mais baixos, com minério a preços muito baixos, levando a uma queda nos preços da liga. Ou seja: um suicídio empresarial e colocando em dúvida a viabilidade econômica do setor de FeCr no país, maior exportador mundial.

Ainda em 2019, a África do Sul teve graves problemas de energia elétrica, com *blackouts* jamais vistos, e que impactaram a indústria de eletrointensivos, reduzindo a produção de FeCr em 6% e acarretando cortes mais intensos na produção neste 1º trimestre. Cerca de 95% da energia elétrica da África do Sul é de origem térmica a carvão, de custos cada vez maiores e sujeita a riscos no fornecimento de carvão e de logística. A empresa fornecedora de energia elétrica, a estatal Eskom, exibe enorme endividamento em moeda estrangeira, sem capacidade de pagar a dívida ou mesmo investir. O colapso energético no país é iminente.

Diante deste quadro – prejuízos no setor (três grandes produtoras de FeCr estão em concordata e reduzindo a produção), racionamento de energia, custos ascendentes, greves etc. –, o país não tem condições de sequer manter a produção. Para agravar a situação, como decorrência da covid-19, o governo paralisou o país por três semanas, atingindo 100% da indústria de mineração e da logística. A oferta de minério e ligas para a China sofrerá grande impacto. Não se sabe se o *shutdown* será prorrogado e quais serão seus efeitos nas diversas cadeias de produção. A China depende sobremaneira das matérias-primas exportadas pelo país africano.

No entanto, neste ano a Ferbasa passará a exportar regularmente minério de cromo para a China (já havia feito embarques a título de teste, com excelente aceitação) e já exporta FeCr, o que só ocorria muito esporadicamente, por intermédio da *trading* Glencore, maior produtora de FeCr do mundo, com 20% do mercado mundial, mas que está paralisada, pois suas minas de cromo e plantas de FeCr localizam-se na África do Sul. Para atender seus clientes, a *trading* intermedeia as exportações da Ferbasa. Outro detalhe: a Ferbasa desenvolveu, com fornecedores alemães e noruegueses, uma tecnologia de seleção de minério com uso de raio-X e outros detectores de metais (projeto *lump*), reduzindo potencialmente seus custos em até 20% e aumentando a quantidade de minério recuperado. A tecnologia ainda possibilita produzir excedente de minério e sua exportação. São seis máquinas em pleno uso, com possibilidade de acréscimo de outras duas.



Tais equipamentos não podem ser usados na África do Sul, cujo minério de superfície é muito fino; o equipamento necessita de granulometria (*lump*) só encontrada em minas subterrâneas, como a da Ferbasa e de uma empresa na Finlândia. Portanto, não é replicável. Curiosamente, tal empresa finlandesa (Outokumpo) foi contratada pelo sr. Carvalho como fonte de tecnologia da Ferbasa na sua constituição.

Vamos encerrar por aqui este caso, embora muito mais pudesse ser dito, sustentando nosso otimismo com a empresa. Os eventos na África do Sul, a nosso ver, poderão mudar substancialmente a dinâmica do mercado de cromo e derivados e o processo de formação de preços. A Ferbasa opera a plena capacidade em todas as linhas de produção, com elevados estoques de todas as matérias-primas, queda nos custos de diesel, logística e frete marítimo. O setor está protegido contra paralisação, pois foi classificado como “essencial”, junto com agronegócio, alimentos e logística.

O câmbio é um verdadeiro turbocompressor em suas receitas, rentabilidade e dividendos. A empresa desfruta ainda oportunidades relacionadas a energia elétrica, pois é grande consumidora num momento em que sobra energia elétrica no país e a tecnologia relacionada à energia eólica mostra-se cada vez mais eficiente e com menor custo.

### Tronox Pigmentos (CRPG5 e CRPG6)

Pequena notável, mas pouco notada pelo mercado. Fundada em 1966, na Bahia, com o ingresso na sociedade em 1971 pela Bayer do Brasil. Inicialmente denominada Tibras, passou por sucessivas mudanças de controle acionário. Em 2004 foi adquirida pela norte-americana Millennium, a qual foi adquirida no mesmo ano pela canadense Lyondell Chemicals. Em 2007, a Lyondell vendeu sua divisão de dióxido de titânio (TiO<sub>2</sub>) a um grupo saudita (TASNEE) constituindo a Cristal Global. Em fevereiro de 2017, nova mudança: a TASNEE recebe oferta de compra da Cristal pela norte-americana Tronox, listada em bolsa. Esta aquisição só foi concluída em março de 2019, após a Tronox submeter-se a exigências do órgão antitruste americano, consolidando-se como a segunda maior empresa do mundo no setor (a primeira é a Chemours, controlada pelo Grupo Du Pont).



A Tronox, no entanto, é verticalizada – produz suas matérias-primas –, enquanto a Chemours depende de terceiros. As matérias-primas apresentam grande volatilidade de preços e risco de fornecimento dada a concentração em poucos grupos e regiões. Aqui, de novo, a África do Sul é um dos maiores fornecedores – mas, como informamos há pouco, está em *shutdown* por três semanas. A Tronox encontra-se, assim, em vantagem sobre a Chemours.

O TiO<sub>2</sub> é um pigmento derivado do titânio (associado ao ferro) com aplicações principalmente em tintas, plásticos, borracha, medicamentos e outros produtos, sendo a Tronox a única produtora na América do Sul. Com capacidade nominal de 60 mil toneladas, e autorizada a produzir até 70 mil, a empresa produz apenas cerca de 50 mil toneladas por ano devido a restrições a investimentos impostas pela Cristal nos últimos anos. A Tronox pretende recuperar a produção e eventualmente ampliar a capacidade dentro do limite autorizado pelos órgãos ambientais.

A China é a maior produtora mundial (num mercado de 6 milhões de toneladas) e exportadora (cerca de 1 milhão de toneladas em 2019). O Brasil consome entre 150 mil e 190 mil, tendo na China a maior fornecedora. Chemours e Tronox possuem capacidade de cerca de 1,2 milhões de ton/ano, com Chemours ligeiramente acima.

A aquisição pela Tronox (que controla 70% da empresa brasileira) foi muito positiva, já que a Cristal praticamente congelou as ações gerenciais locais, e o processo de aquisição paralisou ainda mais qualquer iniciativa de investimentos, levando a Tronox Pigmentos-TP a acumular uma posição de caixa acima de R\$ 200 milhões. Além da reversão deste cenário, a Tronox promove uma série de iniciativas em âmbito mundial com vistas a uma redução nos custos unitários de US\$ 300 por tonelada (preço atual de US\$ 2.800/tonelada), investimentos em tecnologia, novos produtos e mercados. Todas essas iniciativas aplicam-se também ao Brasil, que já produz novos grades, inclusive com exportações aos EUA em fase de testes.

Outro (enorme) benefício para TP e Tronox é que, apesar de a mina de ilmenita (fonte de titânio) se esgotar neste ano (embora haja estoques até 2022/23), a unidade da Bahia poderá ser abastecida pela Tronox, que produz ilmenita (titânio associado ao ferro) na África do Sul como subproduto da zirconita (usada em produtos cerâmicos). Devido a seu tipo de tecnologia a base de cloro, a ilmenita não é consumida pela Tronox e nem vendida para concorrentes que usam a tecnologia a partir de ácido sulfúrico (tecnologia utilizada pelas unidades que eram da Cristal na Bahia, França e China). Assim, a Tronox gera demanda para este minério e resolve o possível problema de abastecimento destas unidades (a unidade brasileira abastecia a unidade da França com ilmenita).

Mais um fator importante: no futuro, determinadas especialidades (ultrafinos) com uso de nanotecnologia e empregadas em aplicações ambientais, como catalisadores e filtros, necessitam do processo sulfato ou ácido sulfúrico. Como a França (planta de mesma tecnologia da Bahia) está com sua capacidade plena e não pode ampliá-la, e na China existe o risco de “roubo” de tecnologia, o Brasil é a única opção viável para desenvolver este produto – cujo preço pode atingir até o triplo do pigmento *standard*. O Brasil assume, então, importância estratégica para crescimento e agregação de valor por meio de tecnologia no longo prazo, além de dispor de um enorme mercado sul-americano. Há alguns anos participamos de um evento – Cristal Day – na Bahia e na ocasião constatou-se a aptidão da planta daquele estado para uso desta tecnologia, mas todos os investimentos foram congelados pela Cristal, como relatamos anteriormente.



A TP está precificada pelo mercado em cerca de R\$ 500 milhões (ou menos de US\$ 100 milhões). Em 2019, reportou caixa de R\$ 205 milhões, créditos de PIS e Cofins de R\$ 41 milhões e estoques contabilizados a custo de R\$ 319 milhões (dos quais R\$ 195 milhões de produtos acabados e R\$ 100 milhões de semiacabados e matérias-primas). Estimamos o valor de mercado destes estoques em aproximadamente R\$ 500 milhões, já que são precificados em dólar, além do valor agregado para comercialização. A dívida total é de R\$ 8 milhões (metade no longo prazo). Ou seja, somente estes ativos deduzidos da dívida têm valor de R\$ 738 milhões. O mercado, assim, ignora o valor dos demais ativos, como sua planta industrial e o fluxo futuro de geração de caixa, numa condição ainda mais positiva pelo efeito do câmbio.

Com 100% das receitas em dólar (US\$ 150 milhões em 2019) e menos de 20% dos custos relacionados a matéria-prima importada (*slag*, ou ilmenita concentrada), a empresa deverá beneficiar-se bastante da desvalorização cambial. No ano passado, reportou lucro líquido de R\$ 110 milhões e teve variação líquida positiva no caixa de R\$ 148 milhões. Estimamos que cada R\$ 1 de desvalorização cambial representa lucro líquido potencial adicional de R\$ 120 milhões.

Todas as despesas relacionadas ao fechamento da mina estão provisionadas, estimando-se um desembolso efetivo de caixa em 2020 de R\$ 25 milhões a R\$ 30 milhões, relacionado à mina, mas com caixa aumentando substancialmente pela paralisação da mineração (apenas com algum beneficiamento de semiacabados e consumo dos estoques que se convertem em caixa). A empresa se beneficia ainda de 75% de redução no Imposto de Renda por estar em região da Sudene e de créditos de imposto de renda de R\$ 55 milhões, o que reduz sobremaneira as despesas com esse tributo (apenas R\$ 2 milhões em 2019).

Em contato recente, a empresa reportou que está abastecida de matérias-primas pelo menos até fim de junho, produzindo a plena carga, e que houve aumento importante de demanda do segmento de plásticos para embalagens (o que chega a ser um fato curioso). A paralisação da mineração na África do Sul poderá acarretar problemas aos concorrentes da Tronox que, por ser verticalizada, está menos exposta a dificuldades na cadeia de suprimentos. Por enquanto, a TP está à margem de problemas, enquanto as importações que abastecem a maior parte do mercado poderão ser afetadas, criando condição favorável à negociação de produtos e preços, haja vista o grande volume de estoques de produtos acabados e produção em ritmo normal. A China era o maior fornecedor de TiO<sub>2</sub> importado pelo Brasil.

Terminamos aqui esta longa, mas necessária, resenha. Expusemos a qualidade de nossos investimentos aos nossos prezados investidores. O risco de crédito ou continuidade das operações é muito baixo, com a baixa precificação destas empresas mostrando forte potencial de valorização nos próximos dois a três anos. O câmbio joga a nosso favor numa situação de continuidade da desvalorização do real e de aversão dos estrangeiros ao nosso mercado e aos emergentes.

Atenciosamente, e muito grato pelo tempo despendido na leitura desta resenha, dedicada a todos os nossos investidores da forma mais transparente possível.

**Werner Roger**  
**Sócio e gestor**

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



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

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