

RESENHA MENSAL

The Good, the Bad and the Ugly

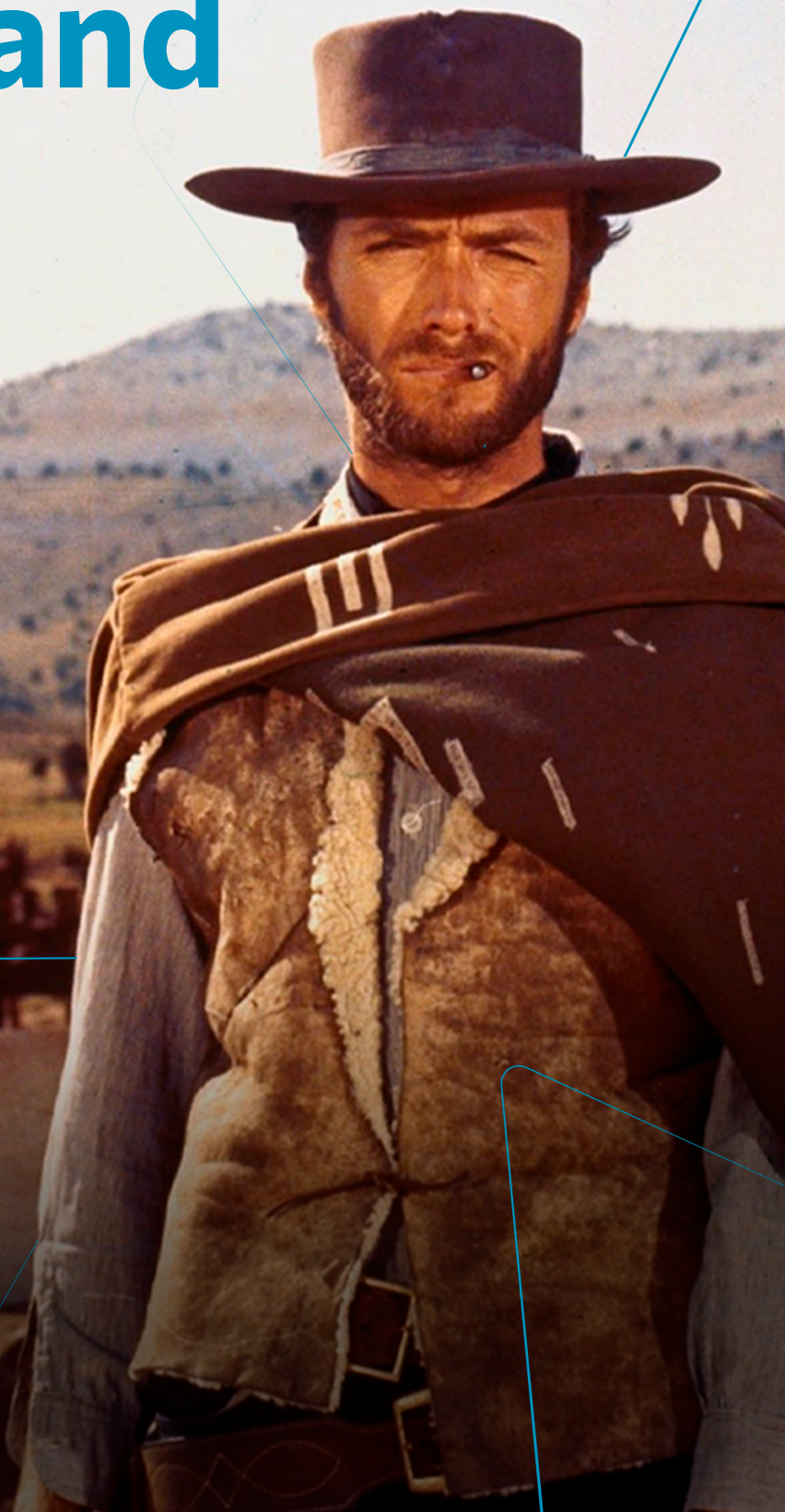
JUNHO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



The Good, the Bad and the Ugly

Prezados leitores e investidores,

Talvez alguns aficionados pelo chamado *western spaghetti* tenham reconhecido o título e imediatamente lembrado da inesquecível trilha sonora de Ennio Morricone* (1928 – 2020). Foi justamente do universo dos filmes de faroeste que veio esse título. No Brasil, o filme se chamou “Três Homens em Conflito” (1966), o último da trilogia formada com *Por um Punhado de Dólares* (1964) e *Por Uns Dólares a Mais* (1965), todos do genial Sergio Leone (1929 – 89).

Como de costume, títulos alusivos ao mundo da cultura (erudita ou popular, nos agradam ambas) servem como introdução de elementos que usaremos como apoio para apresentar nossa visão dos cenários econômico e financeiro. E sempre fazemos uma (breve) exposição sobre esses elementos culturais. Vamos a ela, então.

O tal *western spaghetti* é um gênero de filmes nascido na Itália da década de 1960 — mas o nome foi criado nos Estados Unidos mesmo. Eram filmes de baixo orçamento, com atores que ainda não eram as estrelas, mas que se tornariam uns anos à frente. Clint Eastwood, por exemplo, é o nome mais associado a tais *westerns* — e já no início da década de 1970 se tornaria astro com “Perseguidor Implacável” (1971), que introduz o icônico personagem “Dirty” Harry Callahan.

Os “três homens” do título do filme de Leone são Blondie (Eastwood — o “Good”), Angel Eyes (Lee Van Cleef — o “Bad”) e Tuco Maria (Eli Wallach — o “Ugly”). A história se passa em 1862, durante a Guerra de Secessão (1861 – 1865), no Estado do Novo México. Os três formam parcerias tensas entre si para encontrar um tesouro dos Confederados (Estados do sul que lutam para manter o escravagismo nos EUA). Tuco e Blondie têm, cada um, parte da informação sobre onde o tesouro estaria enterrado — mas não se entendem, ora são aliados, ora se odeiam. Angel Eyes não tem nenhuma informação; ele se une ao time de olho em, depois de encontrado o tesouro, ficar com tudo.

“Ok, Werner — agora explique o que isso tem a ver com as finanças.”

Vamos lá. Muitos investidores estão felizes com os ganhos da renda fixa, nascidos dos juros elevados. Uma parte até gostaria de alocar mais recursos em renda variável; eles sabem que, no longo prazo, investir em boas empresas traz maiores retornos: afinal, elas crescem, e com elas, seus dividendos — gerando riqueza ao acionista. A questão diante desses investidores é: quando investir? Qual o melhor momento? Quando os juros irão cair?

Na analogia com o filme, o mercado (investidores) é Angel Eyes, o “Bad”: não faz ideia de onde o tesouro está, mas quer encontrá-lo. O “Good” é o ministro Fernando Haddad (Fazenda), que busca crescimento e prosperidade (o tesouro Confederado) — mas não consegue atingir essas metas porque Roberto Campos Neto, o “Ugly”, é o vigia da inflação e, com a taxa Selic, impede que Haddad e o mercado cheguem ao tesouro.

O Brasil, então, está assim: dois homens — Haddad/*Good* e Campos Neto/*Ugly* — têm o poder, mas cada um tem uma agenda própria, ora se entendem, ora não; o mercado/*Bad* também quer a prosperidade, mas não faz ideia de como chegar lá, porque nunca consegue estar com toda a informação — ora pende para um lado (Haddad e o discurso do arcabouço fiscal), ora para outro (Campos Neto e a insistência na inflação e juros elevados).

Tentamos a seguir demonstrar os efeitos das taxas de juros, expectativa do mercado e resultados sobre a economia e a bolsa de valores.

Nas tabelas abaixo levantamos os resultados das empresas negociadas na B3 em sua totalidade, mas ponderando pela capitalização — e, desta forma, que representatividade têm na totalidade das empresas negociadas. Fizemos o mesmo procedimento para os principais índices usados em nossos principais fundos: ponderando os próprios índices e todas as empresas investidas pela Trígono, como se fosse uma única carteira. Consideramos ainda receita líquida (que mede o crescimento das empresas), EBITDA, lucro operacional (excluídas depreciações ou amortizações — preceito do lucro caixa operacional) e lucro líquido (ou o resultado final).

Data base 31/05/2023	Receita Líquida (BRL mi)			EBITDA (BRL mi)			Lucro Líquido (BRL mi)		
	1Q 22	1Q 23	Δ 23/22	1Q 22	1Q 23	Δ 23/22	1Q 22	1Q 23	Δ 23/22
B3	22.047	23.181	5%	11.385	9.440	-17%	7.440	5.722	-23%
IBOV	28.337	27.183	-4%	15.531	12.059	-22%	9.945	7.098	-29%
IDIV	25.698	24.801	-3%	11.682	9.667	-17%	6.742	5.230	-22%
SMLL	2.405	2.642	10%	493	478	-3%	183	74	-59%
TRIG11	1.633	1.824	12%	259	233	-10%	94	20	-78%
TRÍGONO	1.099	1.242	13%	303	279	-8%	171	144	-16%
TRÍGONO TOP 10	1.167	1.312	12%	319	286	-11%	179	146	-18%

1) B3 foi ponderado pelo valor de mercado de cada empresa

2) IBOV, IDIV e SMLL foram ponderadas pela carteira teórica divulgada diariamente pela B3

3) Trígono considera posição consolidada da gestora

Índices	12M	Jan-Mai 23
IBOV	-2,7%	-1,3%
SMLL	-7,3%	4,7%
IDIV	-0,8%	0,5%
IEE	0,3%	5,6%
CDI	13,5%	5,4%
USD	6,5%	-3,5%

Interessante que o crescimento de 5% das receitas no 1T23 das empresas negociadas da B3 conversa com o de 4% do PIB do mesmo período sobre o 1T22 e o de 1,9% sobre o 4T22. Mais interessante: quem puxou esse crescimento foram as empresas do índice *small caps* (SMLL), com 10% (ante o recuo de 4% das grandes empresas do IBOV). Agora, prepare-se: as empresas investidas pela Trígono cresceram 13% (mantendo nosso padrão histórico, familiar aos nossos leitores mais assíduos). E 12% para o nosso ETF, TRIG11, que compõem as empresas que representam 5% das menores empresas negociadas na B3 pelo critério de capitalização (valor de mercado), e alguns critérios adicionais que estabelecemos, como liquidez e governança.

Quando analisamos o EBITDA, o IBOV teve o pior comportamento (e o SMLL, atenuando). Esses dados indicam aumento de custos acima das receitas, efeitos de inflação ou queda de preços, embora com volume de vendas maiores. O SMLL mostra retração de 3%, e nossas empresas investidas, retração de 8% (com influência negativa de Ferbasa e Kepler Weber, conforme detalhado e comentado na seção de Desempenho dos Fundos). O TRIG11 retraiu 10%, devido à maior participação de empresas ligadas ao consumo e incorporadoras. O IBOV por sua vez retraiu 22%!

Quanto à rentabilidade final medida pelo lucro líquido, os dados são bem interessantes: mercado e índices pioram bastante, em especial as *small caps*, justamente pelo forte impacto das taxas de juros nas despesas financeiras. Na Trígono, o contrário é o que se vê: nossas empresas, bem capitalizadas, acabam por gerar receitas financeiras líquidas; daí vem um desempenho melhor do lucro líquido em relação ao SMLL (-16% ante -59% do SMLL). E o TRIG11, mais penalizado pelo mesmo motivo do EBITDA e impacto mais relevante das despesas financeiras.

Analisando o retorno dos índices até o final de maio, o SMLL já ultrapassa o IBOV, com valorização de 4,7% (alfa de 6% sobre o retorno negativo do IBOV). O mais inusitado é ver a forte queda de lucro líquido refletir uma safra de resultados bem fracos e impacto dos juros e despesas financeiras. E, não obstante tudo isso, o índice teve comportamento positivo, deixando o IBOV e suas gigantes para trás.

Esse comportamento indica que mercado/Angel Eyes acredita que Haddad/Blondie e Campos Neto/Tuco chegarão a um bom termo, juntando informações para construir o mapa que levará ao tesouro. Só é preciso que Tuco e Blondie se entendam. E o mercado/Angel Eyes já vai se posicionando, vendo o ouro brilhar — ainda não nas suas mãos, mas cada vez mais próximo.

Destacamos o comportamento do IGP-M, que, ao cair 1,84% em maio, levou a **deflações** de 2,58% no ano e de 4,47% em 12 meses, ante uma inflação de 10,72% em doze meses observada em maio de 2022, ou uma desaceleração de nada menos de 15,19% em doze meses, talvez inédita. O Banco Central teima em manter a Selic em 13,75% — um juro real de mais de 18% sobre o IGP-M de 12 meses. Com petróleo, petroquímicos, minério de ferro, siderurgia e produtos agropecuários apresentando forte queda de preços, não há pressão inflacionária sobre os custos relacionados a estes produtos (de grande importância na economia e para medir a inflação).

Da mesma forma, a energia tem seus preços vinculados a IGP-M e IPCA, além de uma forte redução de encargos regulatórios (especialmente pelo menor uso das termoelétricas) e dos preços de gás natural, diesel e óleo combustível. O IPPA-CEPEA/ESALQ índice de preços pagos ao produtor) está deflacionado em 13,2% nos 12 meses de maio de 2022 a abril deste ano — o que evidencia que não há pressão inflacionária no custo da alimentação.

Tudo isso, e o BC ainda não deu início a tão esperada redução da taxa Selic. É um mistério que talvez nem um *“dream team”* de detetives formado por Sherlock Holmes, Hercule Poirot, Sam Spade, Philip Marlowe, Tony Baretta, Theo Kojak, o Tenente Columbo e Adrian Monk pudesse resolver.

A respeito do PIB, a Trígono está bem-posicionada em termos setoriais. O agropecuário apresentou expansão de 21,6% no 1T23, tendo a safra recorde de grãos (22/23) plantada ainda no governo anterior (set – nov/22) como a grande responsável. Mas a colheita coincidiu com preços descendentes e problemas de escoamento — e isso terá impacto negativo na renda dos produtores (exceto, claro, daqueles que travaram preços em patamares elevados observados ano passado). A boa notícia é o efeito na inflação.

Também estamos bem-posicionados na indústria — e ainda mais no segmento automotivo pesado. O ministro Haddad, com apoio do BNDES, deverá apresentar logo medidas de incentivo à renovação da frota de caminhões e à redução tributária ou compensatória nos veículos populares — o que deve ajudar nas vendas e produção da indústria automobilística. Também são esperados com grande ansiedade o volume de recursos e as condições para o Plano Safra

23/24. De nossa parte, esperamos principalmente quanto será voltado a investimentos em armazenagem e em modernização da frota de máquinas agrícolas.

Prezado leitor, esperamos que a inusitada analogia com o universo do faroeste, visto pela lente de Sergio Leone, tenha lançado alguma luz sobre a atuação de Ministério da Fazenda, mercado e Banco Central. Há conflitos entre os três, cada qual tem seus interesses — mas o mercado de renda variável oscila na direção de Haddad, e já se posiciona para o momento em que as partes do mapa do tesouro serão encaixadas e conhecidas. A Selic começando a cair será como os mocinhos que cavalgam rumo ao pôr-do-sol no horizonte.

Para a Trígono, venha quando vier o início da queda dos juros, seguimos com nossa estratégia inalterada e vencedora nestes 5 anos de muita turbulência. O movimento dos juros para baixo terá o efeito *top-down* de fazer o mercado se posicionar previamente nos setores mais expostos, criando um movimento de alta nas *small e micro caps*.

Acreditamos, no entanto, que a queda dos juros será gradual e lenta. Até que seu efeito seja capturado pela economia real e nos resultados das empresas, pode ser que transcorra um bom tempo. Investidores podem acabar um tanto frustrados com os próximos resultados trimestrais de 2023. Não percam os próximos capítulos (nem as próximas Resenhas).

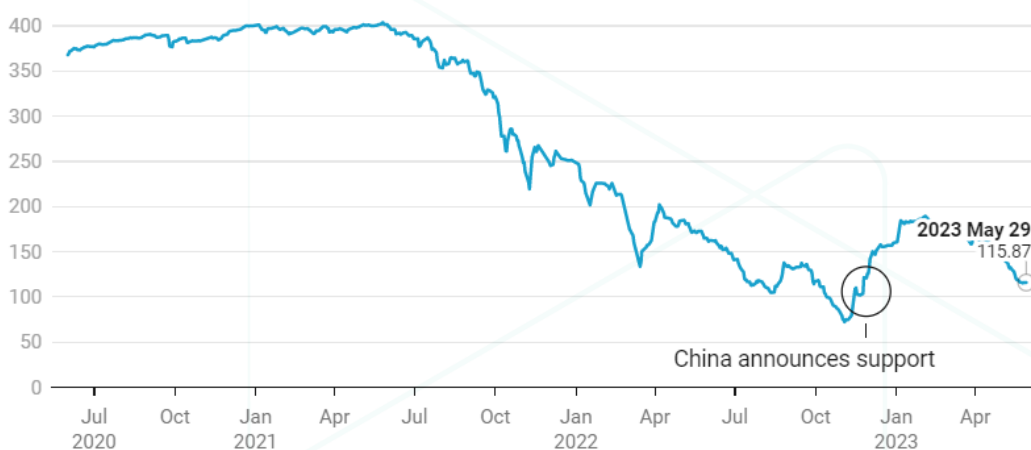
Conjuntura Internacional

Poucas novidades surgiram no cenário macro internacional em maio. Petróleo e minério de ferro inverteram — de leve — a tendência de queda, refletindo dados de emprego nos EUA. Por lá, a criação de vagas continua superando expectativas a cada mês, em uma economia cujo vigor deve estar “bugando”, como diz a garotada (eles ainda dizem isso, sim?), aqueles que há alguns meses viam recessão em toda parte.

Além disso, houve importantes novas medidas de estímulo ao setor de construção civil na China (que, como sabemos de Resenhas anteriores, está se recuperando muito lentamente).

Markit iBoxx USD Asia ex-Japan China Real Estate High Yield Index

June 2020 - May 2023



Source: Refinitiv Eikon

Fonte: CNBC

E se é verdade que medidas como a redução da entrada mínima para compra, relaxamento das restrições regulatórias de alavancagem e outras são positivas para impulsionar vendas, o esforço empreendido pelo governo chinês escancara a dificuldade em fazer esse setor se mexer. Como argumentamos em Resenhas anteriores, o problema com o setor de construção civil na China é estrutural, e a reabertura da economia poderá não ser suficiente para resolvê-lo. Uma boa maneira de tomar o pulso do setor é acompanhar o índice acima: nele se vê que o preço das *bonds* do setor no país voltou a cair em abril e continuou a cair em maio.

É preciso que o mercado secundário de imóveis volte a ficar aquecido, mas a pequena queda de preços verificada não bastou para reaquecer a demanda doméstica — o comprador em potencial ainda acha que, se esperar mais um pouco, pagará mais barato. A demanda por apartamentos novos, portanto, não se recupera também — e neste caso, além do fator preço, há o fator desconfiança de que as construtoras não entregarão no prazo.

A contínua fraqueza do setor pesa no PIB chinês. A recuperação econômica chinesa, em geral, puxada principalmente pelo componente do investimento no PIB, desta vez vem atrelada à locomotiva do consumo doméstico por bens e serviços (fora do setor imobiliário). Esse fenômeno não afeta tanto o cenário para o petróleo, por exemplo, pois a recuperação da demanda por serviços aumenta também o consumo de combustíveis. Já as *commodities* metálicas podem ter aí um problema.

O que não significava uma queda automática de preços: as *commodities* metálicas têm outras cartas na manga, por assim dizer. Estoques baixos e margens negativas na produção chinesa de boa parte das *commodities* eletrointensivas formam uma combinação interessante, por exemplo. Em setores como alumínio, aço, papel e químico há uma dinâmica de baixos preços e estoque, que não combina (preços subirão?) e altos custos.

Boa parte das indústrias de base chinesa estão operando com margens baixíssimas ou negativas. Ou seja, há (como vimos) uma tendência de fraqueza na recuperação da demanda, mas, ao mesmo tempo, a oferta também está com problemas e recompor estoques se faz necessário.

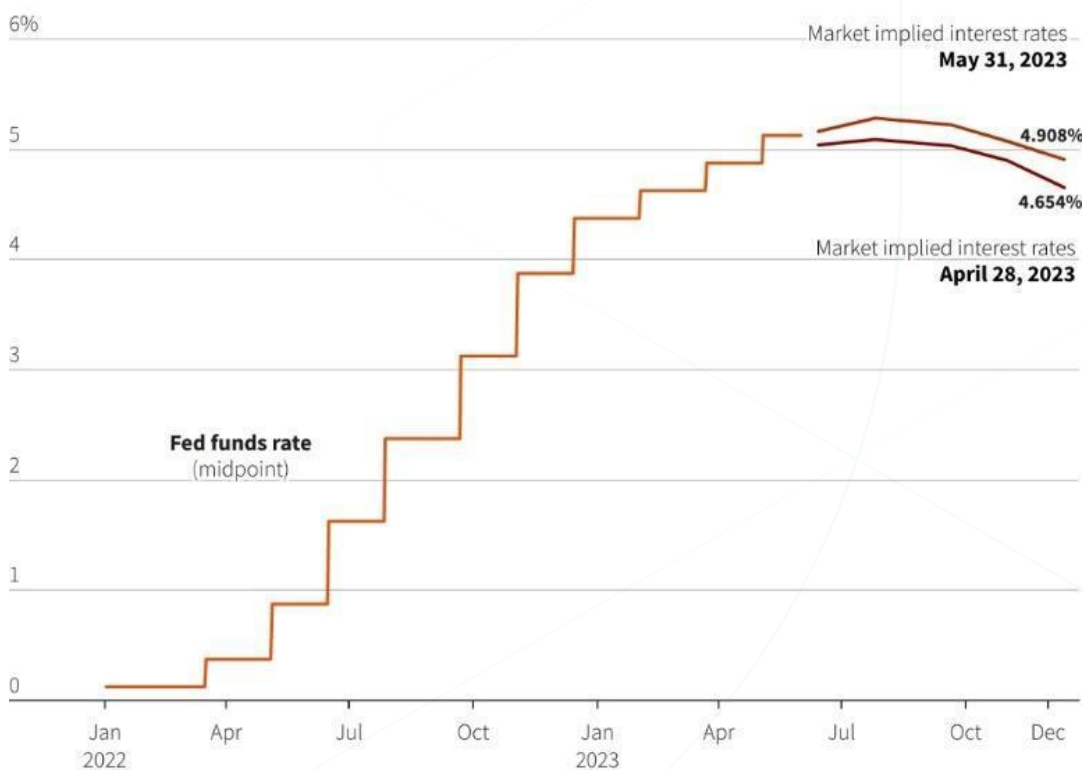
Caso o setor imobiliário continue sua reação (mesmo fraca), a tendência é que essas indústrias recomponham margem antes de aumentar os volumes ofertados. Isso abriria espaço a aumentos de preços e de importação — o que pode beneficiar a indústria local brasileira. É o que temos visto com as ferroligas, que vêm recuperando seu preço com recomposição de estoque e problemas na oferta sul-africana, principal fornecedor de minério de cromo a ferro-cromo para a China. Os estoques de minério de cromo, por exemplo, se encontram muito baixos — o que dá suporte ao reajuste demandado pelos fornecedores sul-africanos (que atendem 80% da demanda da China).

É a mesma lógica observada no setor de papel e celulose: o mercado de ações vem antecipando alta, mesmo com o preço da celulose ainda bastante prejudicado. A Suzano, por exemplo, maior exportador de celulose e com um dos menores custos do mundo, está reduzindo sua produção em 4% no ano sobre o projetado anteriormente, evitando formação de estoques dando suporte para a alta de preços.

Nos EUA, a novela do teto da dívida (alusão ao *western O Dólar Furado*) chegou ao fim (ao menos até 2025), e um dilúvio ou tsunami de emissões do tesouro americano deve vir por aí nas próximas semanas — inclusive, receia-se que parte importante da liquidez dos mercados sinta um baque, eventualmente com efeito na moeda norte-americana, especialmente se houver um movimento de queda nos juros. No entanto, a curva de juros americana subiu em maio, também puxada pela forte economia (que, frisamos, não dá sinais de que vá desacelerar).

Rates rethink

Traders have dialed back expectations for Fed interest rate cuts by end of this year.



Source: Refinitiv | Reuters, June 1, 2023 | By Saqib Ahmed

O cenário de *hard landing* fica, assim, cada vez mais distante — e isso não facilita em nada o trabalho do Fed, já que boa parte da inflação vem agora justamente do aumento de salário em um mercado de trabalho aquecido. O CPI (o IPCA deles) de maio ficou em 0,37% — pouco menos de 5% anuais. Ainda é longe da meta de 2%, mas esperemos para ver.

Um fenômeno interessante ocorreu nos índices americanos no mês passado: o S&P 500 ficou praticamente estável, o Dow Jones caiu 3% — mas a NASDAQ subiu 6%, em boa parte puxado pela Nvidia, que apresentou *guidance* superior ao esperado e resultado surpreendente.

Na Europa, há um cenário de estagnação frente a consecutivos aumentos de juros, e o fim desse ciclo não está em radar algum. Resultado da entrada tardia do BCE (Banco Central Europeu) no ritmo.

A guerra Rússia x Ucrânia parece estar no que se chama de “*quagmire*” (“pântano”, em tradução livre), termo muito usado durante a guerra no Iraque no começo deste século. Mas a Rússia, no entanto, teve uma vitória muito relevante no mês: tomaram a cidade Bakhmut, vista por ambos os lados como estratégica, no que foi a maior batalha de toda a guerra até aqui. A escalada continua, o Ocidente envia cada vez mais armas, tanques, artilharia — e até aviões. Quem pagará esta conta, e será que será paga um dia? Óbvio, o contribuinte americano e europeu para a satisfação dos fabricantes de armas e lobistas.

Conjuntura Nacional

Maior viu uma reação bastante positiva do mercado financeiro nacional. O índice SMLL retomou sua tendência de correlação negativa com a curva de juros (invertendo o que se viu nos últimos anos) e teve considerável alta, tirando parte do “atraso”. Mesmo assim, não percamos de vista que a taxa DI 27 (taxa de CDI negociado para 2027) despencou de 14% para 10,5%, e o múltiplo de P/L projetado para 12 meses do SMLL está abaixo de 8x, menor ponto em 10 anos e muito abaixo da média de 13,2x.

Em termos de fluxo, os fundos institucionais, em geral, estão demasiadamente sublocados em bolsa. Se houver (como há agora) mudanças graduais de postura e alocação em bolsa por parte desses importantes investidores, as *small caps* têm tudo para manter o bom momento. Investidores estrangeiros ajudaram a apoiar o Ibovespa durante o ano, mas esse fluxo de instituições locais pode dar uma ajuda proporcionalmente maior às *small caps* e ao mercado. Da mesma forma que caem com fluxo de venda, quando o fluxo se inverte, altas importantes podem acontecer. Lei da oferta e demanda em plena ação.

O marco fiscal viu considerável melhora, se comparado ao texto original, em um jogo de equilíbrio com o Congresso. O presidente Lula vem percebendo aos poucos que negociar com os parlamentares será duro e, que em diversos pontos, terá de engolir quadrado. A indicação de Cristiano Zanin à vaga de Ricardo Lewandowski no STF (Supremo Tribunal Federal) se insere nessa busca de Lula por nivelar a balança do poder. A Corte tem cumprido papel importante nesse contexto, com a judicialização de diversas pautas que teriam seu lugar mais natural no Legislativo. A bola logo estará na quadra do Senado. A ver.

Sobre o desempenho dos diversos setores da economia, o agronegócio surpreendeu no 1T23: mais de 20% de expansão, elevando o PIB brasileiro em 4% na comparação com um ano antes. Como dito em Resenhas anteriores, a participação do agronegócio no PIB brasileiro vem se consolidando e se tornando cada vez mais relevante. Os serviços também seguiram aquecidos,

refletindo o aumento de salários. Em abril, por exemplo, houve aumento real de 7% (ano contra ano), e a massa salarial real cresceu 8,7% (mesmo critério).

A criação de empregos vai bem, obrigado: a taxa de desemprego da PNAD de abril ficou em 8,5% — abaixo dos 8,7% esperados. A indústria segue relativamente fraca, com contração de 0,6% em abril contra março — resultado de 11% de retração no segmento de bens de capital. Isso, por sua vez, é resultado do advento do Euro 6, já comentado em outras Resenhas. O 2T23 deve trazer uma boa retomada e turbinado pelos incentivos fiscais para turbinar a renovação da frota de caminhões com idade superior a 20 anos. Excelente medida para reduzir emissões veiculares e consumo de combustíveis, reduzir acidentes, melhorar a eficiência operacional das frotas e autônomos. A renúncia fiscal é amplamente compensada pelos efeitos positivos, embora de difícil mensuração direta. A volta antecipada da tributação parcial do diesel será uma das fontes de recursos para estes incentivos, mas poderá desagradar os caminhoneiros.

O desempenho positivo da economia ajuda a explicar (em parte, ao menos) o otimismo do mercado, já que os ajustes fiscais para que se equilibre as contas serão tão menores quanto melhor for o desempenho da economia no curto prazo.

São interessantes as iniciativas do governo para fomentar a indústria — começando pela reforma tributária, que deve equalizar os impostos entre os diversos setores da economia e estados. Além disso, o BNDES vem expandindo sua carteira de crédito para diversas linhas — entre elas, financiamento de compra de bens de capital, como caminhões, máquinas agrícolas e armazenagem. A expectativa é que agora diversas linhas que eram aprovadas, mas não de fato liberadas pelo BNDES, sejam destravadas pelos bancos privados e expandidas pelos federais BB e CEF.

O Ibovespa subiu 3,7%, contra 13,5% do índice SMLL, refletindo as melhores perspectivas fiscais e a precificação parcial da curva de juros nas ações domésticas. O dólar ficou ali, rondando os R\$ 4,90/R\$ 5, e perspectivas para que isso continue, pela realocação dos fundos institucionais locais (como dito mais acima) e possivelmente pela volta dos investidores estrangeiros, um tanto retraídos nos últimos meses.

E há, claro, a mais que esperada queda da Selic, que parece cada vez mais próxima. O IPCA-15 em 0,5% veio muito abaixo do 0,65% esperado. O IGP-M (12 meses) já está negativo em 4,5%, o que só aumenta a expectativa de que o IPCA também embique para baixo. A queda da SELIC é questão de tempo. O próprio Roberto Campos Neto tem dado o braço a torcer — embora o faça no ritmo “dois passos à frente, um para trás”: em 5 de maio, em palestra em Guaxupé, ele disse que a inflação no país é “persistente”, especialmente se vista sem preços de alimentação e energia, mais voláteis (mas em caso de alimentos, em queda acentuada pelo efeito grãos e proteínas). Ele ainda encontrou espaço para fazer uma metáfora futebolística (que, sabemos, era quase uma marca registrada de Lula): disse que o patamar de juros no Brasil virou tema de que “todo mundo hoje em dia gosta de falar”. “É igual a seleção brasileira na Copa do Mundo, todo mundo tem alguma opinião.” Um pândego. Todos sabem nosso pensamento a respeito, mas antes tarde do que nunca. Motivos não faltam, mas a teimosia predomina.

Desempenho dos Fundos — Junho 2023

Um velho ditado em Wall Street diz:

“Sell in May and Go Away”

(“Venda em maio e vá embora”, em tradução livre)

A base dessa máxima é a noção empírica tornada princípio de que a performance das ações entre novembro e abril é melhor que a observada entre maio e outubro.

Soa a superstição, não? Talvez até por isso acabe induzindo alguns àquela técnica de adivinhação/chute chamada *market timing*. Mas, por lá, a máxima parece não se basear em puro delírio. A Forbes mostra que nos últimos 53 anos o S&P 500 teve desempenho médio de 6,5% entre novembro e abril e de 1,6% entre maio e outubro.

Desde já, que fique muito bem claro: não há um fiapo de embasamento científico nisso — e desde 2015 o *gap* entre um dado e outro vem diminuindo significativamente.

Aqui na Trígono, maio não deu muito motivo para reclamar. O Flagship 60, por exemplo, entregou retorno acima de 6% em cinco dos seis “maios” vividos desde seu lançamento.

No fim das contas, o mercado é um mar de aleatoriedade de curto prazo. Humanos, infelizmente (ou felizmente — questão de ponto de vista) busca padrões, constâncias. E isso é bom: afinal, **os fundamentos da empresa servem justamente como essa fonte referencial**. Sobre aleatoriedades, padrões e outras peripécias matemáticas, mais uma vez recomendamos “O Andar do Bêbado: Como o acaso determina nossas vidas” (Ed. Zahar, 2011), do físico e matemático Leonard Mlodinow, um predileto da casa. E, mais um incentivo a conhecê-lo: está disponível para leitura gratuita no app [BibliOn](#), iniciativa da Secretaria de Cultura e Economia Criativa do Estado de São Paulo. O app pode ser baixado tanto em dispositivos Android como em iPhones/iPads.

Mas voltando a maio: temido como possa ser, não impediu nossos principais fundos de entregarem altas de 10% a 14,5%. Foi um dos melhores meses desde a fundação da Trígono. Já IBOV e IDIV entregaram no mesmo mês “modestos” 3,7% e 0,8%, respectivamente. O SMLL, após um longo e tenebroso inverno retórico, subiu 13,5% — podendo sinalizar um apetite maior por risco no mercado e uma correção (o índice ainda cai mais de 7% nos últimos 12 meses).

Creditamos, mais uma vez, o nosso bom desempenho aos resultados da safra de balanços encerrada na primeira metade do mês. Diversas das nossas investidas superaram expectativas de mercado e nenhuma trouxe prejuízo. 100% de aproveitamento no 1T23? Poucos outros fundos ou gestoras podem apresentar tal desempenho. Como em um jogo de *blackjack*, o mercado nos últimos meses vinha apostando que nossa mão (nossas investidas) estava baixa. Mas a Trígono não costuma blefar. Apesar do cenário ainda desafiador na economia, nossas investidas entregaram excelente geração de valor aos acionistas e sólidos resultados, enquanto muita empresa aí está lutando para simplesmente pagar as contas.

Os resultados consolidados da B3 e de alguns índices mostram claramente que as despesas financeiras consumiram boa parte do EBITDA gerado no 1T23. Para nossas empresas, no entanto, as receitas financeiras foram aliadas e as despesas, pouco significativas (dada a sólida estrutura financeira das principais investidas). E ainda houve bons dividendos a distribuir.

Mesmo com o bom humor do mercado tendo recentemente impulsionado algumas empresas dos setores imobiliário, varejistas, de tecnologia, educação e companhias alavancadas — todas já de olho no fim do ciclo da alta de juros no 2º semestre —, alertamos para esses movimentos.

Uma vez que muitas dessas companhias têm fundamentos questionáveis e enfrentam dificuldades na economia real, os resultados dos próximos 2 trimestres podem ficar abaixo do visto nos mesmos períodos de 2022 — o que certamente vai decepcionar o mercado. Essas empresas especulativas (como vamos chamá-las aqui) surfaram altas de 40% a 50% em períodos curtos, mas que devem continuar reportando balanços fracos nas próximas temporadas. O efeito de uma queda nos juros pode levar mais de um ano para trazer alívio financeiro para as mais alavancadas e com impacto no PIB ainda limitado. E a queda de juros não vai ser em grandes saltos a cada reunião: será lenta, gradual, cautelosa.

Muitos perguntam se a Trígono entrará nestes setores “quentes”. Altas de 30%, 40% ou até 50% nos próximos meses não nos despertam interesse: elas acabariam devolvidas à medida em que os resultados das empresas frustrassem expectativas. Estamos atrás de alicerces sólidos que se traduzam em resultados. Entregar 100% em um ano para no seguinte devolver 50% é como aquela famosa “mudança de 360 graus”: no fim, você está onde começou.

Lembra uma cena divertida do filme “K-Pax” (2001), com Kevin Spacey e Jeff Bridges. Spacey, internado em um sanatório, alega ser um alienígena do planeta K-Pax. Entrevistado por cientistas, diz que consegue fazer viagens à velocidade da luz. Os cientistas pedem uma demonstração — e ele faz: assume a posição e diz: “Adiós, Aloha”. Perplexos, os cientistas perguntam quando ele fará a demonstração — e ele responde: “Já voltei”.

Tentamos manter a maior consistência possível no vai-e-vem do mercado — especialmente quando este nos entrega de bandeja empresas excelentes com resultados consistentes, mas ao valor comparável com outras em grande dificuldade e sem perspectivas.

A tabela a seguir deixa evidente a consistência de resultados das Top 10 investidas pela Trígono. Mesmo em um trimestre em que os lucros gerais do Ibovespa caíram cerca de 29% (no caso do índice SMLL foi de -59%), as investidas apenas -18% a menos que no 1T22 (como comentado no início da resenha). Mas se compararmos com o 1T21, os lucros líquidos avançaram (em média) mais de 100%!

Quando avaliamos o desempenho dos nossos fundos nos últimos 24 meses, vemos valorização de 5,5% no Flagship; 9,2% no Verbier; e de 20% no Delphos. Isso implica diretamente em uma defasagem entre preços, resultados e fundamentos, levando nossos fundos para os menores múltiplos P/L e EV/EBITDA desde o início da Trígono.

Receita Líquida	1T21	1T22	1T23
Ferbasa (1)	498	721	691
Irani	356	408	407
Kepler Weber	236	438	323
Metal Leve	835	890	1.022
Riosulense (3)	71	90	85
São Martinho (2)	1.213	1.531	1.535
Schulz	370	442	491
Simpar	2.620	4.530	7.440
Tupy	1.544	2.364	2.804
Unipar	1.317	1.890	1.568
Total	9.060	13.305	16.366

EBITDA	1T21	1T22	1T23
Ferbasa (1)	140	342	172
Irani	100	137	128
Kepler Weber	33	148	77
Metal Leve	199	179	260
Riosulense (3)	9	22	25
São Martinho (2)	652	893	775
Schulz	57	77	107
Simpar	734	1.513	1.964
Tupy	199	314	315
Unipar	565	826	490
Total	2.688	4.451	4.313

Lucro Líquido	1T21	1T22	1T23
Ferbasa (1)	59	252	132
Irani	83	112	83
Kepler Weber	19	94	51
Metal Leve	126	123	186
Riosulense (3)	7	13	14
São Martinho (2)	272	697	430
Schulz	27	38	76
Simpar	94	192	6
Tupy	-15	74	145
Unipar	281	449	253
Total	953	2.044	1.376

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, considerado o trimestre findo em dez/22

(3) Retirado os efeitos não recorrentes

***Nesta tabela, as variações de receita, EBITDA e lucro estão ponderadas com a participação da Trígono.**

Outra característica das Top 10 é que temos preferência por empresas pouco alavancadas. Dessas, quatro são caixas-líquido: Ferbasa, com caixa-líquido equivalente a 30% de seu valor de mercado; Unipar, com dívida neutra; e as demais, com dívidas que não superam 1,7x o EBITDA — exceto pela Simpar, que tem alavancagem como estratégia de crescimento (e boa parte da dívida está atrelada a caminhões e veículos com contratos de serviços e locação de três a cinco anos de duração — ou seja, as receitas são previsíveis).

Variação Receita	1T23/1T21	1T23/1T22
Ferbasa (1)	39%	-4%
Irani	14%	0%
Kepler Weber	37%	-26%
Metal Leve	22%	15%
Riosulense	20%	-5%
São Martinho (2)	26%	4%
Schulz	33%	11%
Simpar	184%	64%
Tupy	82%	19%
Unipar	19%	-17%
Média Ponderada	58%	12%

Variação EBITDA	1T23/1T21	1T23/1T22
Ferbasa (1)	23%	-50%
Irani	28%	-6%
Kepler Weber	133%	-48%
Metal Leve	31%	45%
Riosulense	172%	13%
São Martinho (2)	19%	-13%
Schulz	88%	39%
Simpar	168%	30%
Tupy	58%	0%
Unipar	-13%	-41%
Média Ponderada	43%	-11%

Variação Lucro Líquido	1T23/1T21	1T23/1T22
Ferbasa (1)	124%	-48%
Irani	0%	-26%
Kepler Weber	168%	-46%
Metal Leve	48%	51%
Riosulense	111%	9%
São Martinho (2)	58%	-38%
Schulz	181%	100%
Simpar	-93%	-97%
Tupy	N/A	96%
Unipar	-10%	-44%
Média Ponderada	109%	-18%

mar/23	Dívida Líq. (BRL mi)	DL/EBITDA	Capitaliz. (BRL mi)	EV (BRL mi)	EV/EBITDA	P/L	12M	Jan-Mai 23
Ferbasa (1)	-1.218	-1,2	4.040	2.822	2,7	4,3	-10,0%	-11,2%
Irani	800	1,5	2.013	2.813	5,3	5,8	22,5%	10,4%
Kepler Weber	-147	-0,3	1.481	1.334	2,7	4,3	-11,4%	-14,4%
Metal Leve	-120	-0,1	5.289	5.169	5,6	8,2	81,3%	54,4%
Riosulense (3)	-38	-0,3	392	354	3,2	5,8	-2,8%	-2,2%
São Martinho (2)	3.979	1,2	12.528	16.507	5,1	11,5	-25,5%	36,4%
Schulz	110	0,2	2.072	2.182	4,7	6,7	35,4%	27,7%
Simpar	28.454	3,7	7.634	36.088	4,8	25,7	-20,6%	37,1%
Tupy	2.216	1,7	3.584	5.800	4,6	6,3	15,8%	-2,9%
Unipar	20	0,0	7.035	7.055	3,1	6,2	-21,5%	-20,1%
Média	-	0,7	4.607	8.012	4,2	8,5	6,3%	11,5%

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, considerado o trimestre findo em dez/22

(3) Retirado os efeitos não recorrentes

Índices	12M	Jan-Mai 23
IBOV	-2,7%	-1,3%
SMLL	-7,3%	4,7%
IDIV	-0,8%	0,5%
IEE	0,3%	5,6%
CDI	13,5%	5,4%
USD	6,5%	-3,5%

Para não deixar de comentar em detalhe os resultados, abordaremos nossa trinca (trígono?) do setor automotivo: Tupy, Metal Leve e Schulz, as grandes surpresas positivas. Daremos mais detalhes a nossa “Joia de Joinville”, que simplesmente dobrou o lucro, mesmo com o cenário desafiador para o setor, e na seção dedicada ao Delphos comentaremos sobre Tupy e Metal Leve — aliás, em 24 de maio realizamos nossa primeira live com a Metal Leve, verdadeira aula sobre oportunidades em descarbonização de transportes e inovação. A live está disponível em nosso canal no Youtube (<https://bit.ly/3qjDvMf>).

Com lucro líquido de R\$ 76 milhões (+100% vs. 1T22), a Schulz simplesmente ignorou a tendência minguante do seu setor — a produção de caminhões definiu 28,8% entre janeiro e março, por obra e graça da mudança Euro 5 x Euro 6, do cenário mais incerto para investir e do aumento de cerca de 20% no preço dos veículos.

Isso é reflexo direto de todos os investimentos em equipamentos de ponta e automação que vêm sendo implantados desde 2018 (R\$ 650 milhões nos últimos 5 anos), o que ajuda a conquistar espaço dentro dos clientes atuais, permite avançar em novos produtos e mercados e entrar firmemente no segmento de reposição — o *after-market*, mais rentável.

Recentemente, a empresa inaugurou um depósito vertical com piso de planicidade absolutamente perfeita, equipado de porta-paletes e empilhadeiras trilaterais importados diretamente da Alemanha. É o primeiro prédio logístico com este tipo de especificação no país. Sem contar que nas plantas há mais de 200 centros de usinagem CNC Heller (o que há de melhor na tecnologia alemã); 50 robôs Kuka, além de uma máquina-ferramenta da Heller de 40 metros de comprimento — totalmente automatizada, com mais de 85 aplicações diferentes, pré-programadas. Nada menos que o verdadeiro estado da arte em usinagem — que pode dobrar o valor dos componentes ali produzidos.

Se alguém ainda é da opinião de que fundição é atividade suja e ultrapassada e que a tecnologia de ponta está somente na usinagem, é hora de rever essa opinião. No final de 2022, a empresa comprou uma das maiores Painelas Vazadoras do mundo, com elevada automação e comandos

computadorizados que quase dispensam a mão-de-obra humana. O equipamento veio da Itália e, do tamanho e da capacidade dele, só há outros dois no mundo todo. A “panela” traz mais eficiência e melhorias operacionais, reduzindo o tempo de “*set-up*” entre os produtos — e melhorando a qualidade metalúrgica.

Com uma gestão perfeccionista e competente, não se poderia esperar resultados diferentes. O reconhecimento de tanta excelência vem inclusive de além-fronteiras, com diversas premiações de alcance global (John Deere, Caterpillar e outras) nos últimos anos. A mais recente veio no 1T23 da DAF/Paccar, em sua sede, na Holanda. Uma das maiores montadoras de caminhões do mundo (18% de *market share* na Europa), a empresa premiou a Schulz como fornecedor produtivo — com processos voltados para a melhoria dos resultados, graças a um time de engenharia de primeira linha capaz de trabalhar em conjunto e oferecer soluções de baixo custo e eficientes.

Mesmo após elevada valorização em maio (33,5%), a Schulz negocia com múltiplos P/L e EV/EBITDA de 6,7x e 4,7x, respectivamente. Nós achamos que são múltiplos muito baixos para uma companhia que entregou um CAGR (crescimento anual composto) de 40% nos últimos cinco anos e que tem pavimentado uma larga avenida de crescimentos para os próximos cinco. Mesmo crescendo como empresa de tecnologia, seus múltiplos estão amplamente descontados — como se se tratasse de empresa estagnada e sem perspectiva. Na Trígono, essa é uma das situações que mais nos atraem.

Nos surpreende a elevada geração de caixa mesmo com este ritmo elevado de investimentos. Para se ter ideia, no fim de 2021 a dívida líquida da Schulz era de R\$ 482 milhões; no fim do 1T23, essa dívida estava em R\$ 110 milhões — mesmo tendo sido investidos R\$ 166 milhões e distribuídos R\$ 96 milhões em proventos no mesmo período. O caixa-líquido pode vir já neste ano, nesse ritmo de geração de caixa e investimentos. E num cenário nada gentil.

Sobre a Ferbasa: apesar do susto com EBITDA e lucro líquido caindo 50% e 48% na sequência, nada muda em nossa tese. Esses números vêm de um cenário de preços menores do Fe-Cr (ferro-cromo) e Fe-Si75% (ferro-silício) principalmente. Mas há *drivers* muito sólidos que podem pavimentar uma retomada de preços mais à frente: no 1T23 os preços médios das ferroligas foram de US\$ 1.775, contra US\$ 2.050. O mix de vendas diferente também ajuda a explicar: uma parada para manutenção nos fornos impactou a produção; daí que foi grande o volume de exportação de Fe-Cr, com preços inferiores ao mercado local; e o volume de vendas de Fe-Si75% diminuiu por decisão estratégica da empresa, que preferiu esperar preços melhores. Além disso, o *ramp-up* da nova linha de Fe-Si HP afetou produtividade e volumes para venda.

Mas os preços menores não foi o que mais afetou os resultados. A elevação de custos da mineração afetou ferro-cromo e ferro silício (neste último, os custos de insumos como biorredutores e pasta eletródica bateram mais forte). A umidade da madeira consumida exigiu mais injeção de finos nos altos-fornos, o que fez crescer a demanda por carvão vegetal (biorredutor) de terceiros a preços 3 vezes maiores.

A “boa” notícia é que estes efeitos são pontuais e impactam a Ferbasa tanto quanto outros *players* globais — aliás, fora do Brasil os custos tiveram efeito ainda maior. A Outokumpu (fabricante finlandesa de aço inox e ferro-cromo) viu seu EBITDA derreter 80% no trimestre passado; o da norueguesa Elkem (produtora de FeSi75%) despencou 62%. Aliás, também, os preços de energia na Europa voltaram a subir no 1T23 para perto de 300 euros/MWh. O futuro trará repasses de preços, só aguardar.

Quanto à energia, a Ferbasa tem aí uma grande vantagem: o custo desse insumo caiu 8,7%, e o excedente dele no Nordeste pode ser o bilhete dourado no chocolate Wonka para sair do mercado regulado e do horário de ponta. Seriam 12% a mais na capacidade instalada da companhia, sem ter que pôr a mão no bolso.

Movimentos da Ferbasa no mercado livre parecem indicar um movimento nessa direção: em 17 de maio, a empresa anunciou contrato com a Auren Energia (VTRM Energia + antiga CESP) de 35MW médios anuais por 20 anos, começando em 2025. Somados este contrato, o da CHESF e o da AES Brasil (de 80 MW), além dos 30 MW contratados no mercado livre, 2025 chegará para a Ferbasa com um excedente de energia a partir de então.

Como a Schulz, a Ferbasa entrega uma surpresa a cada trimestre em termos de geração de caixa: foram R\$ 110 milhões no 1T23, mesmo com pressões e custos. Ao todo, o caixa líquido passa de R\$ 1,2 bilhão (cerca de 32% de seu valor de mercado). Isso cria uma espécie de “colchão” para a ação. Imaginando que os preços das ações da Ferbasa estacionassem, a geração de caixa reduziria seu EV (valor de mercado menos caixa líquido) a cada trimestre; seria um papel cada vez mais barato aos olhos do mercado.

Outra notícia de maio: a Ferbasa divulgou seu primeiro JCP do ano: R\$ 73 milhões (em quatro trimestres, seria coisa de R\$ 292 milhões; só aí temos *yield* de 7,2%, sem considerar dividendos adicionais).

Por fim: na África do Sul impera o caos — hoje, ainda mais que em 2022. O índice de disponibilidade de energia da Eskom (estatal sul-africana de energia) bateu em 56% neste ano, contra 62% no ano anterior. Devendo mais de US\$ 25 bi, a Eskom tem investido muito pouco em CAPEX nas suas unidades geradoras. Nem manutenção mínima as termelétricas a carvão têm recebido — e o que vem daí são frequentes paradas não-programadas. O inverno se aproxima, e já de saída serão 3.000 megawatts a menos que no inverno anterior.

Essa tragédia dolorosa e prolongada solapa ainda mais a já combalida economia sul-africana. Só os cortes de energia devem tirar um naco de 2% do PIB deste ano, num país com desemprego acima de anômalos 30%. Como se não bastasse, há graves problemas logísticos no país, que devem bater pesado na produção e na exportação de FeCr e minério de cromo — cujos preços, claro, devem subir. Embora o preço do FeCr sul-africano exportado para a Europa tenha sido reajustado em 15,2% para o 2T23, o preço da energia elétrica subiu quase 25% para a indústria eletrointensiva em abril e em média quase 19% para o mercado. Não basta para mudar alguma coisa na Eskom.

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

Maio marcou a volta do Delphos à normalidade, após três meses no negativo: o mês passado fechou com valorização de 10,5% do fundo — contra 0,8% do IDIV (um alfa de 9,7%). Terá sido como aquele amigo que chega no dia seguinte ao seu aniversário com aquele “Feliz aniversário atrasado!” um tanto sem jeito? O Delphos completou 5 anos recentemente. Pode bem ser.

Com a normalidade restabelecida, o ganho acumulado no ano passa a ser de 3,2%, deixando atrás o referencial com 0,5%. O mês de maio foi um dos melhores do Delphos desde seu início, em abril de 2018, e o melhor se olharmos os 24 meses anteriores.

Mas um mês é como um fotograma do rolo de filme: para avaliar o filme inteiro, temos de ver todos os muitos fotogramas — ou pelo menos uma sequência bem maior que apenas um. Olhando então o Delphos em 36 meses, o filme que vemos é coisa digna de Oscar: são nada menos que **150,2% de valorização** — contra os apenas esforçados 40% do IDIV. O fundo entregou um alfa 110,2% e um retorno anual médio aproximado de 36%.

O que está por trás dessa alta? Arriscamos quatro fatores:

- i) Reflexo da temporada de resultados que se encerrou em maio;
- ii) Correção natural dos preços após mau-humor do mercado;
- iii) Encerramento do ciclo de assembleias anuais incluindo aprovação de dividendos (carro chefe do Delphos); e
- iv) Expectativa de que o fim do ciclo de alta da taxa básica de juros — a SELIC, hoje em 13,75% ao ano — esteja cada vez mais próximo.

A pergunta na ponta da língua de muitos leitores pode ser: vai durar?

Nem é preciso dizer que uma canetada ou um discurso mais ríspido do governo podem estressar o mercado e inverter tudo isso mais rápido que Muhammad Ali — que disse uma vez que era tão rápido que conseguia apagar a luz e chegar na cama antes do quarto ficar escuro.

Mas começamos a perceber um cenário mais benéfico para a renda variável, com ações de muitas empresas negociadas em múltiplos muito deprimidos. Uma eventual redução dos juros aliviaria despesas financeiras, estimularia produção, consumo e crescimento do PIB. E favoreceria ainda mais a estratégia voltada para dividendos — pois o *yield* (ou retorno dos dividendos) se torna mais favorável e atrativo em cenários de queda de juros. Além, claro, de garantir renda a investidores e carteiras — mas com a vantagem de crescer com os lucros, e estes, em tese, crescem mais com juros na descendente.

Olhando para nossa atribuição de performance do mês, os destaques foram Indústria (9,7%) e Agronegócio (3%). Na contramão, o resultado mais baixo foi Mineração e Metalurgia (-1,8%). Embora nossa principal investida no setor não atue em minério de ferro, as quedas do preço deste e das cotações da Vale acabam por contaminar todo o setor ligado à siderurgia e mineração.

Nossas duas representantes do setor automotivo (Tupy e Metal Leve) nos surpreenderam bem na temporada de balanços do 1T23. Os excelentes resultados ocorreram mesmo em um cenário desafiador para o setor, com a mudança do padrão de emissões do Euro 5 para o Euro 6 no Brasil — o que derrubou a produção de caminhões em 29% entre janeiro e março. Assim, concessionárias e mercado anteciparam compras no fim do ano passado para aproveitar os preços antigos (o novo padrão fez os preços subirem, em média, 20%). Essas duas empresas marcaram a trinca do crescimento: receita, EBITDA e lucro líquido.

O mercado vinha penalizando bastante o setor nos últimos meses. Mas, conforme prevíamos, os impactos sobre nossas investidas seriam limitados: isso porque cada uma soube e sabe se posicionar em seus segmentos/nichos específicos e porque a indústria automotiva é berço do PT e do presidente Lula — o que torna altamente improvável a tomada de medidas que prejudicassem o setor. Pelo contrário: o ministro Fernando Haddad (Fazenda) anunciou a intenção de estimular produção e venda de veículos de menor preço (o “carro popular”) e de caminhões. A Scania já está se reposicionando — mudando o mix de produção para veículos de

menor preço e menos sofisticados, mesmo atuando na linha de pesados, mas reduzindo assim os preços dos produtos e mitigando a alta dos preços provocados pelo Euro 6.

Como, então, nossas empresas ligadas ao setor automotivo prosperaram nesse ambiente desafiador?

A Tupy apostou em diversificação geográfica — e levou. Suas receitas são 67% ligadas ao mercado externo: nos EUA o mercado anda bem aquecido e estimulado por construções não-residenciais — **as montadoras estão com carteiras de pedidos de veículos Classes 4-7 tomadas para os próximos 7 a 9 meses.**

O 1T23 foi ainda o primeiro com a MWM “completa”, que entregou receita de R\$ 550 milhões e lucro líquido de R\$ 25 milhões (resultados, no entanto, muito aquém do potencial da companhia: em 2022, a receita foi de R\$ 3,2 bilhões; o EBITDA, próximo a R\$ 230 milhões). Uma diversificação de receitas possibilitada pela MWM também é bem-vista pelo mercado: as divisões de Energia e Descarbonização e Distribuição (*aftermarket*) representaram 16% das receitas totais da Tupy, com muito por vir na transformação veicular e outras soluções de biometano/biogás. Os movimentos de *nearshoring* começam a beneficiar a companhia, com fechamento de contratos para veículos ultrapesados (Classe 8) que adicionarão R\$ 650 milhões em receitas anuais nos próximos anos.

A Metal Leve, por sua vez, foi blindada por sua forte atuação no *aftermarket* (de margens bem melhores em relação às margens dos produtos fornecidos às montadoras), respondendo por 40% da receita total. O mercado de peças para reposição tem crescido com força nos últimos 3 anos. Segundo o Sindipeças, 57% da nossa frota tem entre 6 e 15 anos, e outros 20% têm 16 anos ou mais. São veículos que demandam cada vez mais manutenção. Ao todo, o *aftermarket* cresceu 21,5% (ano contra ano). Comprovamos isso em visita à Automec — a maior feira de peças para reposição da América Latina, que movimentou R\$ 30 bilhões em negócios potenciais (contra R\$ 25 bilhões estimados).

Destacamos ainda que a Metal Leve distribuiu R\$ 1,2 bilhão em proventos (dividendos e JCP) nos últimos dois anos, sendo, R\$ 559 milhões apenas entre janeiro e maio deste ano, engordando o caixa do Delphos.

Abaixo segue o desempenho do Delphos desde seu início:

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	10,5%	3,2%	2,8%	20,5%	150,2%	194,6%	196,5%
IDIV	0,8%	0,5%	-0,9%	1,6%	40,0%	32,3%	62,0%

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

No terceiro melhor desempenho mensal desde seu início (abril/2018), o Flagship 60 entregou valorização de 14,4% em maio, seguido um tanto de perto pelo SMLL (13,5%). Eis aí mais um exemplo do quanto o *market timing* é extremamente arriscado e contraproducente. Fora do mercado por um mês, o investidor pode perder todo o rendimento de um ano. Com o excelente desempenho em maio, o ano volta ao azul (2% vs. 4,7% do SMLL). Desde seu início, o retorno totaliza 231,4%, contra meros 20,1% do *benchmark* — um alfa de nada menos que 211,3%, em

pouco mais de 5 anos de fundo, quase 13 vezes superior. Como dizem os americanos, *not bad!* Na verdade, é excelente.

A Indústria contribuiu com alta de 11,9%. Como comentamos mais acima, Tupy, Metal Leve e Schulz foram os grandes destaques dessa última temporada de balanços. O Agronegócio trouxe alta de 2,4%, impulsionado pela correção em Kepler e São Martinho — sendo que a primeira ainda acumula queda de 16% no ano (ou 37% desde o pico, em novembro de 2022).

Seguimos muito confiantes com nossas teses no agronegócio. O déficit de armazenagem penalizou os bolsos dos produtores em R\$ 30 bilhões nesta safra, apenas considerando queda dos prêmios de exportação de soja e milho, volume de embarques e taxa de câmbio (mas há ainda queda do preço do grão, preços dos fretes 19% mais altos no trimestre e perdas de qualidade). Quanto ao açúcar, segue firme acima de US\$ 0,24/libra peso, totalizando alta de 25% no ano. Com a reoneração dos combustíveis prevista para fazer efeito sobre a gasolina neste mês, o etanol voltará a ser competitivo e mais rentável, pois seu preço deverá subir também.

Com as 8 principais posições do fundo representando 89% do portfólio, temos foco exclusivo em *Micro e Small Caps*, classes que tendem a performar melhor em um cenário mais benigno para ativos de risco (renda variável). Mesmo com elevada concentração, nos últimos 12 meses a volatilidade do Flagship 60 foi de 21,8%, contra 27,2% do SMLL. Nunca é demais lembrar: nosso portfólio tem na base fundamentos sólidos e empresas que hoje negociam por múltiplos próximos das mínimas históricas. No devido tempo colheremos frutos do que plantamos nos últimos 2 anos!

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	14,0%	1,6%	0,1%	5,9%	113,1%	162,5%	239,2%
SMLL	13,5%	4,7%	-7,3%	-32,2%	6,9%	5,1%	20,1%

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	14,4%	2,0%	-0,3%	5,5%	113,9%	156,5%	231,4%
SMLL	13,5%	4,7%	-7,3%	-32,2%	6,9%	5,1%	20,1%

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

O Verbier, que entregou retorno positivo (e à frente do *benchmark* IBOV) em cada um dos seus cinco anos de existência, parece marchar para o hexa. Em maio, a valorização foi de 12,8%, ante os esforçados 3,7% do referencial (um alfa de 9,1%). No acumulado de 2023, o fundo valoriza 1,9%, já abrindo alfa de 3,2%. Aqui, como nos demais, a Indústria atendeu ao chamado, (12,5%), seguida por Agronegócio (2,8%).

O destaque negativo ficou com Mineração e Metalurgia (-1,6%), setor puxado por Ferbasa — como explicamos logo acima, um período de pressão de custos pesou, mas sem comprometer em nada sua forte geração de caixa, e preços melhores do FeCr e volumes maiores de FeSi HP (produto de maior valor agregado) deverão compensar. A nosso ver, a queda das ações da

Ferbasa está muito mais ligada ao comportamento do minério de ferro e à Vale, impactando as cotações das ações de empresas ligadas ao setor siderúrgico — os fundamentos da empresa e a dinâmica dos mercados do FeCr e FeSi75% estão em outra chave.

Desde seu início (julho/2018), o Verbier entregou valorização de 196,3%, contra 38,7% do Ibovespa (retorno excedente de 157,6%), ou 5 vezes superior. Tal desempenho no longo prazo reflete nossa independência em relação ao *benchmark*. Como dizemos, somos agnósticos: o que queremos são as melhores oportunidades do mercado. A composição dos índices referenciais e o tamanho da empresa são detalhes. Lembremos: a estratégia do Verbier é de ações livres, não necessariamente *Small Caps* (empresas com valor de mercado de até R\$ 10 bilhões). No momento, no entanto, acreditamos que as melhores oportunidades estão nas menores. Já deixamos isso inclusive manifestado nos títulos das Resenhas “[Os grandes perfumes estão nos pequenos frascos](#)” e [Small is Beautiful](#).

Hoje praticamente não temos sobreposição ao IBOV, o que dá ao cotista uma interessante oportunidade de diversificar (ao contrário do referencial, concentrado em Petrobras, Vale e setor financeiro/grandes bancos).

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	12,8%	1,9%	0,3%	9,2%	123,4%	137,5%	196,3%
IBOVESPA	3,7%	-1,3%	-2,7%	-14,2%	24,0%	11,7%	38,7%

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

Mesmo com alocação 70/30 (70% em renda variável, 30% em renda fixa — majoritariamente em títulos do Tesouro), o 70 Prev finalizou maio com valorização de 11%, bem acima do 1,1% do CDI (10 x mais) e bastante acima de alguns dos principais índices de renda variável (IBOV e IDIV). Ficamos muito satisfeitos com a consistência que o 70 Prev vem entregando neste período turbulento: o fundo já havia sido destaque em 2022 (15,8% ante 12,3% do CDI) e neste ano segue à frente, com retorno acumulado de 7,8% de janeiro a maio, contra 5,4% do CDI. Este retorno representa 144% do CDI no período.

Por setor, destacam-se eles de novo: Indústria (8,5%) e Agronegócio (3%). Metalurgia foi o principal detrator (-1,3%). Considerando apenas os 70% expostos à renda variável, cinco empresas representam 90% do montante. São a nata da Trígono: preenchem todos os requisitos necessários para estar no portfólio previdenciário (*valuations* atrativos, governança robusta e dividendos recorrentes).

Desde seu início (set/2019), o Trígono 70 Prev produziu retorno equivalente a 292,8% do CDI (são 85,5% de retorno nominal, ante 29,2% do *benchmark*). Fica ainda mais impressionante o fato desse retorno ter sido construído todo debaixo de pandemia, juros em elevação e em alta em toda parte, eleições polarizadas de 2022 e investidores institucionais bem avessos a risco.

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	11,0%	7,8%	7,8%	20,1%	85,7%	85,5%
CDI	1,1%	5,4%	13,5%	22,5%	25,2%	29,2%

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

Depois de chegar a acumular queda de 7% no ano em meados de abril, o Icatu 100 deu a volta por cima: em maio entregou um retorno acumulado de 7,5% em 2023, contra queda de 1,3% do Ibovespa (um alfa de 8,8% em cinco meses). O fundo difere do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável, e sujeito a limites regulatórios diferentes.

O desempenho foi impulsionado por Indústria (13,1%) e Agronegócio (3,4%). Dentro da indústria, destaca-se a Metal Leve (valorização de 38% no mês) e Schulz (34%). Do lado negativo, pesaram Mineração e Metalurgia (-1,2%) e Tecnologia (-0,9%). A volatilidade anual do fundo está próxima a 23,2%, contra 21,3% do IBOV, mesmo com nosso fundo concentrado em 8 empresas (juntas representam 91% do portfólio).

Na tabela abaixo pode-se notar o excelente histórico do Icatu 100: desde seu início (julho/2020) entrega 80% de alfa em relação ao IBOV e acima disso em todas as janelas temporais:

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	12,0%	7,5%	3,1%	8,0%	87,9%
IBOVESPA	3,7%	-1,3%	-2,7%	-14,2%	7,9%

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

O Power & Yield foi o desempenho negativo (-2,3%) entre os fundos da Trígono em maio. Para cima ajudaram os setores de Concessão e Energia (1,3%) e Químico (1%). Já a empurrar para baixo vieram Óleo e Gás (-2,4%) e Mineração e Metalurgia (-1,6%). No ano, o Power caiu 20,2%, enquanto o IEE sobe 5,6%. Sim, ficamos desapontados no curto prazo — mas é o preço a pagar pelo total descolamento dos *benchmarks*, mas nem por isso perdemos nosso otimismo. Ou seja, se estava barato ou descontado, ficou ainda mais, e desta forma, ainda mais atraente numa perspectiva de longo prazo. Nosso horizonte de investimentos é de no mínimo dois a três anos.

Para nos destacarmos em investimentos, é preciso se afastar da multidão. De vez em quando ficamos para trás — mas proporcionamos aos investidores novas oportunidades de diversificação e capturar as oportunidades que se abrem, como a atual. Mas acreditamos que os fundamentos e a estratégia do fundo permanecem intactos.

Nossa estratégia continua a mesma: posicionados para capturar oportunidades que surgiram e ainda surgirão das mudanças na matriz energética no Brasil (etanol, energia de biomassa, eólica, solar e hidrogênio) e mundial e em empresas eletrointensivas e relacionadas. Não custa lembrar que em meados de 2022 o Horizon viveu momentos como este em que o Power se encontra: ele chegou a encostar em uma queda de 25% — mas, desde então vem se recuperando fortemente. Para o investidor de olho em oportunidades, pode ser uma boa janela para alocação no Power & Yield.

Uma elevação nos preços do petróleo e derivados, no açúcar e etanol e nos preços de produtos eletrointensivos será catalisador positivo para os resultados das principais empresas investidas.

Fundo	mai-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-2,3%	-20,2%	-24,8%	-19,8%	-0,3%
IEE	4,1%	5,6%	0,3%	-0,6%	0,9%

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

Em mais um mês no positivo, o Horizon entregou valorização de 4,2%, apesar do SMLL ter disparado 13,5%. Mesmo assim, no acumulado de 2023 o fundo entrega 2,1% de alfa em relação ao referencial (6,8% ante 4,7%). Mais uma vez, Indústria (3,1%) e Agronegócio (1,6%) foram os destaques de alta. Na contramão (mas com leves quedas) vieram Consumo (-0,4%) e Mineração e Metalurgia (-0,3%).

Desde seu lançamento (setembro/2021), o Horizon ainda transita no campo negativo (-9,7%), mas ainda assim o buraco é mais raso que o do SMLL (-26,1%), entregando um alfa de 16,4% em um período relativamente curto. Com as 6 principais *Micro Caps* (critério da casa: empresas com capitalização até R\$ 3 bilhões) representando 82% do portfólio, o fundo teve volatilidade de 19,5%, contra 27,2% do SMLL.

Vai contra o senso comum do mercado que empresas de menor liquidez e fundos mais concentrados tendem a ser mais voláteis. A tabela abaixo pede vênica para discordar:

Fundo	mai-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	4,2%	6,8%	5,6%	-9,7%
SMLL	13,5%	4,7%	-7,3%	-26,1%

Agradecemos o apoio e confiança de nossos investidores — e mais: a paciência, um item valioso e raro. Especialmente daqueles que permaneceram investidos com a Trígono nesses mais de cinco anos, quando Flagship e Delphos eram nossos dois produtos. Desde então, muitos outros surgiram — sem que os dois originais mudassem de dinâmica.

Werner Roger — gestor, e equipe de analistas Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer

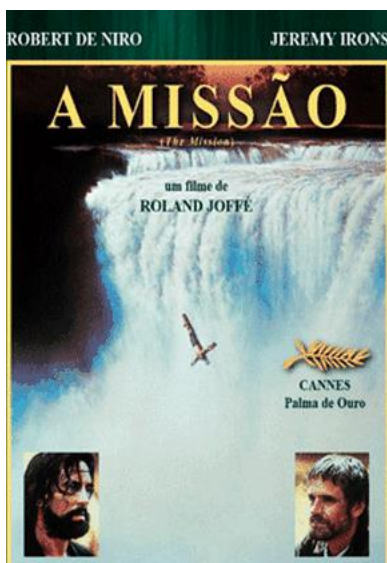
*Dica cultural:

- Temos espaço aqui para uma visita apenas tangencial à obra de Ennio Morricone — nada menos que um gênio, no sentido cheio da palavra. São mais de 100 obras clássicas e trilhas para mais de 70 filmes, de nomes como Roman Polanski (*O Inquilino*, 1976), Bernardo Bertolucci (*Novecento*), Brian de Palma (*Os Intocáveis*, 1987), Giuseppe Tornatore (*Cinema Paradiso*, 1988) e Quentin Tarantino (*Os Oito Odiados*, 2015), para ficar numa lista sumariíssima. Se uma história do cinema não mencionar Morricone já nas primeiras páginas, descarte-a.

Nosso primeiro “Momento Cabeça” deste mês ficaria para o documentário “Ennio, O Maestro” (2021), dirigido por Tornatore — mas triste e vergonhosamente ausente dos serviços de streaming brasileiros de vídeo (aqui, no entanto, se vê o trailer: <https://bit.ly/3OVZu6r>).



Recomendamos, então, “A Missão” (1986), de Roland Joffé. A trilha é de uma beleza absoluta, indescritível.



Para uma experiência sonora, são muitas as coletâneas dos trabalhos de Morricone disponíveis nos streamings de áudio. Uma particularmente emocionante é “Yo-Yo Ma Plays Ennio Morricone” (2004).



Por fim, para aqueles que gostam dos filmes de “bang-bang”, como ficaram conhecidos, recomendamos ainda “O Dólar Furado” (1965), dirigido por Giorgio Ferroni, estrelado por Giuliano Gemma (outro ícone do gênero) e com música-tema de Gianni Ferrio (que só não é mais conhecida que a de Morricone).





TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

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