

RESENHA MENSAL

Copo meio cheio ou meio vazio, você decide. Encherá o seu copo?

JULHO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



Copo meio cheio ou meio vazio, você decide: encherá o seu copo?

Estimado leitor,

O título desta resenha não é nada original, mas a pergunta sim. Vamos ajudá-lo a decidir o que fazer e a tomar as suas próprias decisões quanto ao futuro de seus investimentos, não só imediatos, mas com a perspectiva de longo prazo, sem dúvida a mais importante.

Mas na Trígono sabemos exatamente o que fazer e, como já comentamos algumas vezes, o nome Trígono possui vários significados, mas um deles, talvez o menos importante, tornou-se um fato extraordinário. O alinhamento dos planetas, trazendo bons agouros, é um deles, mas desta vez parece predominar. Voltando de férias, já na semana seguinte, dia 26 de junho, ou segundo dia de volta das férias, tive como compromisso dar uma aula on-line sobre *small caps* no conceituado curso MBA do Grupo Primo Rico, já pela segunda vez. Uma honra e enorme prazer. Já no dia 28 tive outra participação em um importante evento voltado a investidores institucionais (fundos de pensão), com 12 Seminário de Investimentos das EFPC (Entidade de Previdência Privada Complementar) no painel de investimentos alternativos, cabendo a mim apresentar a estratégia *small caps*. Uma grande satisfação, já que é essa a nossa especialidade dentro do segmento de renda variável e como estratégia de diversificação nesta classe de ativos. Não só apresentei as *small caps* como uma das mais rentáveis e diversificadoras estratégias de investimentos no longo prazo no mundo e no Brasil (demonstrado através de diversas evidência e premiado trabalho acadêmico), como diversos palestrantes comentaram sobre oportunidade e perspectivas positivas das *small caps* num momento de inflexão de taxas de juros. Analistas e gestores dos principais fundos de pensão do Brasil estiveram presentes e praticamente ouviram um uníssono sobre esta possibilidade e conveniência de se alocar neste segmento.



Ainda na mesma semana, a Blackrock, maior gestora do mundo, com mais de US\$ 9 trilhões sob gestão, declarou que o Brasil é a “bola da vez” entre as diversas economias mundiais para receber investimentos. Enquanto os países desenvolvidos enfrentam uma teimosa inflação e ainda estão sob a batuta do aperto monetário, o Brasil apresenta uma inflação declinante, entre as menores do mundo,

que se junta ao fato de que o Banco Central finalmente deverá promover um movimento de redução das taxas de juros. Nenhuma novidade para nossos fiéis leitores, sendo uma tese que estamos advogando há bastante tempo. Esse possível aumento de fluxo estrangeiro poderá coincidir com investidores institucionais e alocadores de recursos, buscando maior alocação em renda variável, tendo as *small caps* como alternativa complementar, ao mesmo tempo que os investidores individuais e assessores de investimentos também deverão “seguir a manada”, embora tardiamente, mas em tempo. Como sabemos, se a porta é pequena para a saída, na entrada é ainda menor, pois os três segmentos de investidores poderão trazer fluxo para a renda variável simultaneamente - e nas *small caps* a porta é ainda mais estreita. Se nos últimos anos ocorreu um equilíbrio, mas em sentido inverso, com estrangeiros vendendo e locais comprando, e, mais recentemente, o contrário, agora o fluxo parece correr num sentido único. Quem venderá?

Para encerrar a semana, o mês e o semestre, foi levada ao conhecimento do mercado no dia 30, pela parte de manhã, a notícia, pelas mais importantes mídias especializadas do setor econômico e ligadas a investimentos, a parceria comercial entre a BB Asset Management e a Trígono Capital, através da qual a BB passará a distribuir nossos fundos em todos os segmentos do banco que realizam investimentos.

Pois bem, Werner, qual a importância desta parceria? O BB é um dos mais antigos bancos do mundo, fundado na data que se tornaria histórica anos à frente, 12 de outubro, mas no distante ano de 1808. É a primeira entidade financeira do Brasil, criada pelo visionário Rei D. João VI na cidade do Rio de Janeiro e cujo capital atual é 50% controlado pela União Federal, 49,6% por demais investidores, com os restantes 0,4% em tesouraria, fato que garante a maior parte das ações sob controle ao governo.

Em grandes números, são 82 milhões de clientes (27,1 milhões ou 1/3, ativos em canais digitais, sendo que 92,5% das transações do banco são digitais), 3.980 agências e 7.084 postos de atendimento, atendidos por 85.457 mil funcionários. O BB conta com 1 milhão de investidores no seu capital, sendo 25,6% locais e 24,0% estrangeiros, excluído a União e a tesouraria, e a primeira empresa do Brasil listada em bolsa de valores. O agronegócio representa seu principal segmento, com cerca de 1/3 dos ativos. Destacamos que o BB é patrocinador da Previ, maior fundo de pensão do Brasil e da América Latina, criada em 1904, antes mesmo da criação da previdência pública no Brasil, com quase 200 mil participantes (segurados) e R\$ 250 bilhões sob gestão. Outro importante investimento do BB é a BB Seguridade, criada em 1981, com atualmente 66,25% de participação do BB, tendo o restante negociado em bolsa de valores. Abriga os negócios de seguros do banco através da BB Seguros que, por sua vez, compreende a Brasilseg (seguros), a Brasilprev (previdência), a Brasilcap (capitalização) e a Brasil dental (planos de odontologia), tendo como parceiros a Mapfre (seguradora da Espanha), a Principal (seguradora americana), a Icatu, a Aliança da Bahia e a Odontoprev. A BB Seguridade ainda controla 100% da BB Corretora e esta possui parceria com a Principal na Ciclic, corretora digital. Cabe destacar a parceria entre o maior banco suíço, UBS, e o BB, em novembro de 2019, criando o UBS BB Investment Bank, atuando como banco de investimentos e corretora institucional no Brasil, na Argentina, no Uruguai, no Chile, no Peru e no Paraguai.

Para finalizar este breve descritivo do que é o Banco do Brasil, destacamos a BB Asset Management, ou BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliário S.A., criada em 1986. É a maior gestora de recursos de terceiros do Brasil (e da América Latina) e, de acordo com dados da ANBIMA, detinha 20% de participação do mercado em maio de 2023, com mais de R\$ 1,4 trilhão sob gestão, superior à soma do segundo e do terceiro colocados. A gestora oferece mais de 1.200 fundos, cuja

gestão é conduzida por uma equipe altamente qualificada, obtendo ratings máximos de qualidade de gestão, tanto da Moodys (MQ1) quanto da Fitch (Excelente). Os fundos são distribuídos em todos os canais do Banco do Brasil e através de 15 plataformas do mercado financeiro.



Nossos fundos irão agregar produtos que complementarão a grade de produtos da BB Asset e que serão acessíveis aos clientes do BB. Atualmente possuímos mais de R\$ 2,4 bilhões de ativos sob gestão e mais de 80 mil investidores diretos. Nossa grade de produtos está distribuída em seis fundos de renda variável, quatro de previdência privada, um ETF small caps (TRIG11) e um fundo de crédito, Trígono Pulsar Blend. Podemos afirmar com absoluta convicção que nossos fundos são diferenciados em relação aos demais fundos do mercado, não só pela composição (baixa correlação com índices e demais fundos), mas pela metodologia de investimentos (centrada na ferramenta EVA – sigla em inglês de valor econômico adicionado), pela metodologia única e proprietária de ESG (incorporada ao processo de investimentos e avaliação das empresas) e pela indicação e eleição com apoio do mercado de 23 conselheiros, entre administração e fiscal, em 11 empresas. Nossas premiações pela Morningstar, Citywire e rating MQ2 de qualidade de gestão, concedidas pela Moodys, e o time que compõe todas as áreas da Trígono (1/3 composto por profissionais do gênero feminino), foram levados em consideração pelo banco de investimentos UBS e pela BB Asset ao selecionar a Trígono como primeira opção entre 165 gestoras previamente selecionadas.

Portanto, o momento e o cenário não poderiam ter sido melhores para esta parceria, com provável queda das taxas de juros, maior fluxo de capital estrangeiro e local migrando para a renda variável, notadamente para o *segmento small caps*, com a parceria com a BB Asset, encontrando ativos bastante depreciados neste momento. Faço um paralelo ao que aconteceu em 2008, mais precisamente em dezembro, quando fui o primeiro gestor selecionado pelo maior fundo soberano do mundo, Norges Bank (atualmente com cerca de USD 1,3 bilhão sob gestão), na América Latina, para gestão terceirizada, começando justamente pela estratégia *small caps*, que se mostrou bastante acertada, tendo em vista a forte recuperação do mercado em seguida, especialmente das *small caps*, identificadas pelos noruegueses como a “bola da vez” no Brasil. Investimentos em *small caps* foram iniciados pelo

noruegueses apenas em 2007. Além da provável queda de juros no Brasil, definitivamente estamos saindo dos efeitos causados pela pandemia, fator que deverá normalizar as cadeias de produção com efeito positivo na inflação, incluindo suprimentos, logística e energia, esta última ainda migrando para alternativas de baixo carbono, que deverão favorecer as diversas cadeias de produção subjacentes.

Tudo posto, perguntamos ao nosso leitor se o copo do Brasil, particularmente o das bolsas de valores, deverá encher ou esvaziar. No caso da Trígono, a resposta é muito simples: na nossa visão está enchendo e, particularmente no nosso caso, deverá receber um reforço através de nossa parceria com a BB Asset, incluindo novos copos (fundos e estratégias, incluindo ações, crédito, ETFs e previdência), proporcionando novos sabores, ainda mais inovadores em relação ao que se encontra no mercado, dentro do nosso mote “Além do Óbvio”. Nossos parceiros e investidores encontrarão um leque de alternativas ainda mais amplo, preenchendo lacunas, necessidades e possibilidades de diversificação. Isto se traduz em redução do risco dos portfólios, da geração de alfa (excesso de retorno sobre os índices de referência), conforme demonstramos na seção de fundos, e do retorno absoluto (nominal) muito acima da inflação e das metas atuariais. Todos estes elementos estarão disponíveis aos clientes do BB, mas já se encontram disponíveis nas nossas dezenas de plataformas de investimentos digitais, via nossos parceiros, e através dos assessores que formam nossas parcerias.

Antes de encerrar esta introdução, nossos sinceros agradecimentos a todos que participaram da realização desta jornada: a equipe da Trígono, da BB, incluindo a alta direção e a presidente Tarciana Paula Gomes Medeiros, toda a equipe e o conselho da BB Asset, mas em especial o CEO Aroldo Medeiros, que no dia 3 de julho encerrou sua jornada de 38 anos no BB, se aposentando, fazendo acontecer a parceria ainda durante o seu mandato. Também a UBS e a equipe que assessorou a BB Asset na seleção e no processo de parceria, os escritórios de advocacia e os times da Lafosse, ao lado da BB Asset e da Freitas Leite ao nosso lado, e os irmãos Mesnik, Freddy, cofundador e amigo há 34 anos, e Arthur, CCO (diretor operacional), nosso Tuco, figura chave em todas as negociações e contratos. A mim, muita satisfação e a enorme responsabilidade no comando da equipe de investimentos, com a grata e prazerosa missão de trazer mais do que retornos adequados, mas além do esperado, além do óbvio. Mal iniciamos a parceria e já recebo comentários ou desconfianças sobre capacidade dos fundos de gerar alfa com maior volume de ativos. E já antecipadamente respondo que as capacidades irão aumentar, com reforço em posições que gostaríamos de aumentar, em líquidas, em novos ativos, já identificados, mas sem os recursos necessários (não vendemos ativos para compra de novos, exceto quando atingem o valor alvo), em novos produtos e na diluição das posições menos líquidas. O momento é bastante propício pelo grande desconto do valor que encontramos nas posições atuais, como de novas que serão incorporadas gradativamente aos nossos fundos, junto ao fluxo de recursos, tanto da BB Asset como dos atuais investidores e de novos que estão chegando. Copo enchendo de fato. E o seu, estimado leitor? Fica aqui o convite para enchermos nossos copos juntos e depois dizer, saúde, *skol*, *prost*, *cheers*, *salute*, *kanpai*, *לחיים (l'chaim)*, *salud*, *ganbei*, *Στην υγειά μας (stin ygeiá mas)*, *santê* etc. Não importa o idioma ou os costumes, o importante é brindar. Ou para quem não estiver otimista, pelo menos beber até o fim do copo e brindar da mesma forma.

Mas gostaria de encerrar esta primeira parte com uma frase em grego atribuída a César. Quando, com o seu exército, cruzou o rio Rubicão, o general teria proferido em grego (a língua das elites na época): *Anerrifthô Kubos* ou, em latim, *Alea jacta est* ou, em bom português, é jogado o dado (ou o dado foi lançado), que significa: a sorte está lançada. Oras, Júlio César, talvez o maior general romano, não era um apostador ou alguém que dependesse da sorte em suas incursões ou mesmo de movimentos políticos,

mas sim um exímio estrategista, líder carismático, reformador, talvez um dos mais importantes personagens da nossa história.



Peço ao nosso leitor e investidor que, como César, avalie o momento que vivemos, suas necessidades e objetivos de longo prazo e reflita a respeito de seus investimentos. Muito mais que lançar dados, encher ou esvaziar copos, investimentos são sempre decisões que buscam retornos no longo prazo e cabe a cada um decidir por si mesmo o que fazer, ou mesmo não fazer nada, também uma estratégia. De qualquer forma, boa sorte neste semestre que se inicia e nossos desejos de que os copos de todos sejam enchidos, mas cabe a nós decidir como será feito e, no final do ano, ou em anos futuros, espero que todos, junto com a Trígono, possam celebrar como nestes mais de 5 anos quando iniciamos nossos primeiros fundos.

Muito obrigado.

Conjuntura Internacional

A economia americana segue forte, com surpresa positiva no PIB. Mas, como sabemos, atividade econômica em expansão leva à inflação – e a dos serviços segue resiliente, com aumentos salariais para atrair mão de obra (que anda escassa). Assim, o Fed (BC dos EUA) já se posicionou em favor de novos aumentos de juros, buscando obstinadamente a meta de 2% de inflação. Bancos centrais só diferem nos endereços.

Se observarmos o comportamento da inflação nos últimos trimestres, preços de diversas *commodities* ou caíram para valer ou tiraram o pé do acelerador. Os serviços, no entanto, seguem a plenos pulmões – e a meta de 2% do Fed vai ficando mais e mais difícil de atingir. O juro básico de lá – na faixa de 5% a 5,25% – não parece estar surtindo efeito.

Aí vem a pergunta: juros elevados atraem mão de obra? Óbvio que não: o que se espera deles é que desaqueçam fortemente a economia em serviços. Os republicanos não gostam; já os democratas – de olho nas eleições – seguem o jogo. Economia é o principal eleitor.

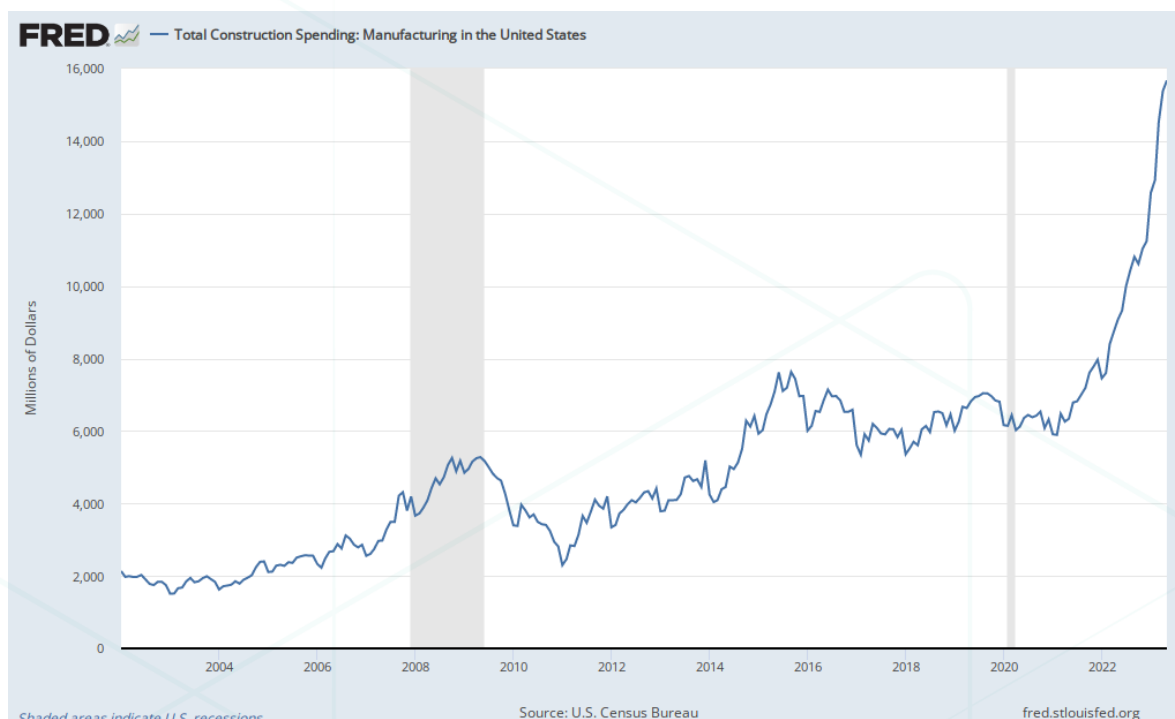
A nós, parece que, como no Brasil, o Fed está queimando cartuchos e provocando desarranjos paralelos, que podem ser graves nos setores imobiliário e financeiro. Basta lembrar a recente quebra de bancos regionais, de novo a evocar o fantasma de 2008, com a crise causada pela implosão no setor imobiliário. A imagem do minissubmarino esmagado por ousar importunar o Titanic em sua eterna sepultura parece adequada (e não é nada agradável).

Dada essa conjuntura de *no-landing* na atividade americana (contrária à que as Cassandras da recessão vinham pintando há alguns meses), o Fed deve seguir mais firme no curto prazo: como a economia vai bem, obrigado, seus diretores acreditam haver espaço para tal. A questão é que os preços das *commodities* – já aparentemente domados pelo contínuo aperto monetário –, numa antecipação desse novo movimento do Fed, reagiram negativamente. Ou será a cambaleante economia chinesa o amigo secreto fora de hora dos BCs de EUA e Europa?

O cenário de aperto da oferta do petróleo arrefeceu um pouco com o alívio (discreto, quase disfarçado) de sanções sobre Irã e Venezuela. Nada a ver com o Fed, portanto. Já as *commodities* metálicas continuam com o problema de demanda porque a recuperação chinesa está anêmica. Talvez esteja mais por aí a razão da queda da inflação – de novo: nada a ver com o que bancos centrais andam fazendo. Estes até gostam de achar que, se fazem um movimento qualquer, o mundo se dobra a seu poder. Talvez não queiram encarar, ou aceitar, que a China e sua demanda por *commodities* é que tem mais desse poder. Nosso IGP-M que o diga.

Mas, por mais positiva que seja, a fraqueza na demanda por *commodities* não é para sempre. No futuro, outros países possivelmente se inscreverão para disputar o posto de locomotiva da expansão econômica global, tornando-a menos dependente do ir e vir da China. Países do Sudeste Asiático e a Índia são excelentes candidatos. O próprio *nearshoring* deve ser importante também para o crescimento do continente americano, principalmente no mercado da América do Norte, favorecendo a USMCA – e nossa investida Tupy. Mas estamos nos adiantando.

O gráfico abaixo ilustra o índice de atividade de manufatura nos EUA:

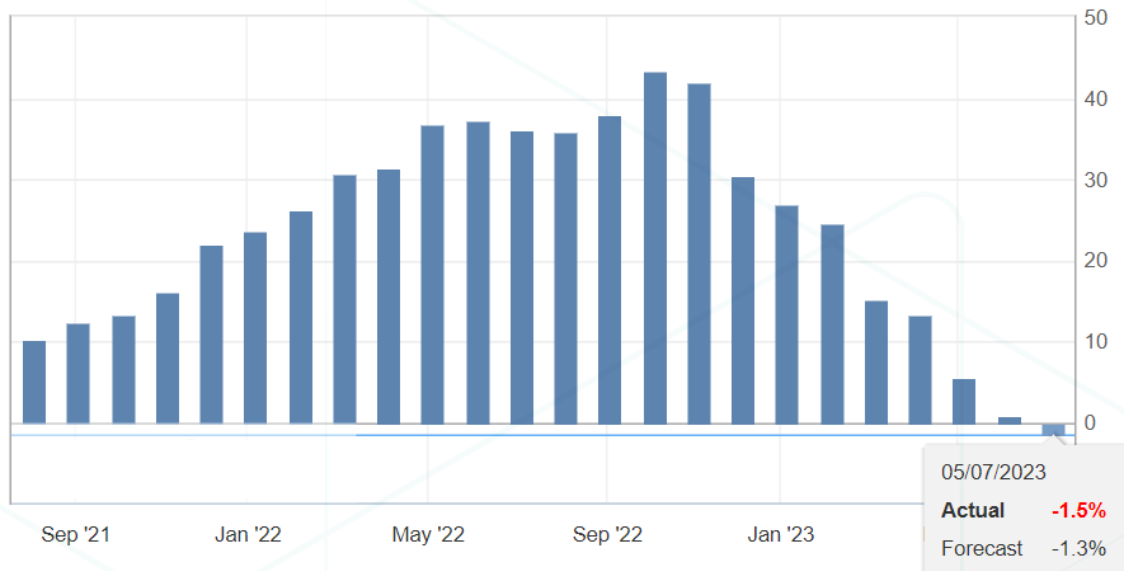


Fonte: Fed St Louis

Tudo indica que, enquanto o Fed tiver olhos apenas para a inflação em 2% e em nada mais e a China seguir sua fraca recuperação, os preços das *commodities* seguirão mais ou menos como estão. O que não é assim tão bom se você for produtor, principalmente de *commodities* metálicas, bens minerais e celulose. Sem remuneração adequada, os investimentos nessas áreas tendem a diminuir. Na Europa, os preços seguem recuando: em cada país, vão num ritmo próprio – mas em todos, para baixo. O PPI Europeu ficou negativo em junho (ano contra ano), e a alta de juros está funcionando talvez até mais rápido que o esperado.

Na China, a inflação segue sob controle (mantido mesmo durante a pandemia). No contexto geral, vemos que a inflação mundial segue em queda.

Eurozone Producer Price Index (PPI) YoY



Fonte: Investing

O Japão é a inescapável nota dissonante: por lá, a inflação sobe como há décadas não se via. O Banco Central do Japão tem as mãos atadas por conta do tamanho da dívida – a maior do mundo em relação ao PIB. Se até pouco tempo atrás deflação e juros negativos para acionar o crescimento eram o problema, tal situação se reverteu rapidamente (e a contragosto do Banco do Japão).

É cada vez mais comum, aliás, economistas comentarem a curiosa situação japonesa, comparando-a com a de outros países desenvolvidos no futuro. EUA e diversos países europeus apresentam déficits crescentes e endividamento cada vez maior. Foi o que se viu no Japão no passado. A bomba-relógio vem sendo armada, e desativá-la expõe o mundo todo ao risco de uma explosão.

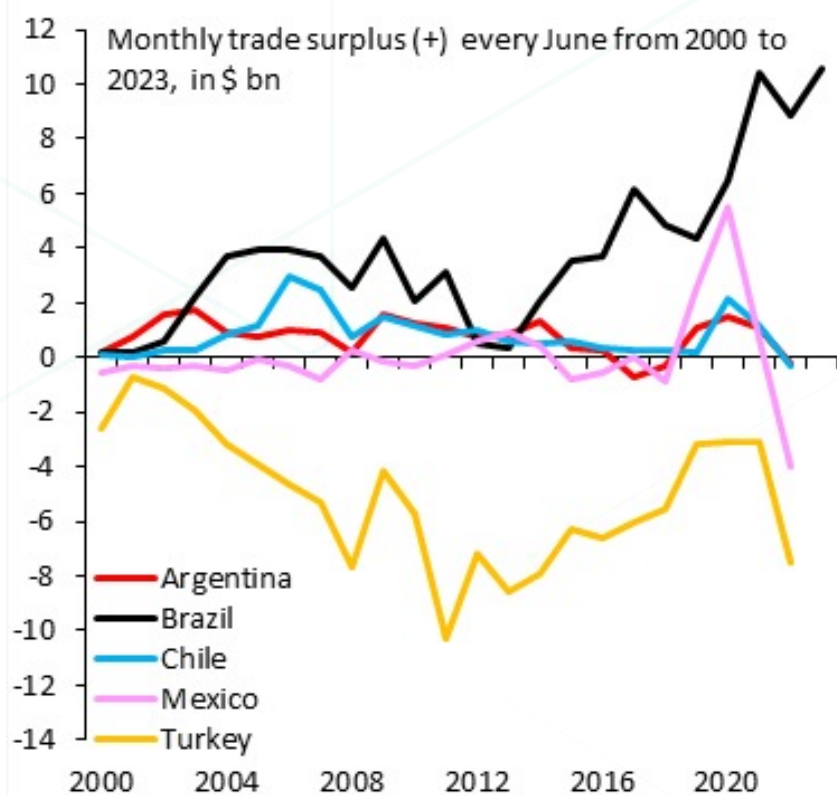
Diante da robustez da economia, e mesmo com o Fed jogando no contrapé (em tempos de Wimbledon, uma boa analogia), o índice S&P 500 subiu 6,5%, o NASDAQ 6,6%, o Dow Jones 4,6% e o MSCI Europe 4,6%. Ao contrário do vigoroso setor de serviços, a indústria americana segue apresentando PMIs que indicam contração de atividade. O Dodge Index segue em patamares recordes desde 2009, apesar das recentes quedas.

Conjuntura Nacional

Ainda no (a esta altura) já cansativo tema da inflação, o Brasil apresenta uma dinâmica curiosa, descrita em outras **Resenhas**. Porque o desemprego aqui segue elevado (se comparado a economias comparáveis) e a inflação dos serviços está consideravelmente menor (e é esta, não obstante, a que mais preocupa o BC). Mas a mão de obra é abundante se vista do alto, sem aproximar a lente de aumento. Olhando mais de perto, o que se vê é a já inegável escassez da mão de obra qualificada. Sem contar que o desemprego é concentrado em certas regiões, com disparidades relevantes.

Seja como for, o cenário inflacionário do país é bem mais animador que o de outras economias. Como a alta de juro pelo BC foi feita de maneira antecipada e em proporções muito superiores, nosso câmbio segue valorizando, ajudado também pelo crescente superávit comercial – que foi recorde histórico no semestre recém-terminado.

Em síntese: esse superávit comercial muito beneficia o Brasil, que ainda tem a seu favor a postura do BC e a abundância de mão de obra. Outro fator importante para a inflação brasileira, sem entrar no mérito, é a maior intervenção na política de preços da Petrobras. A disparidade em relação ao praticado lá fora está negativa de forma relevante há mais de dois meses – para a gasolina, bateu em quase 20%, mesmo com petróleo e dólar em queda.



Fonte: IIF Institute of International Finance

O gráfico acima destaca o Brasil na geração de superávit comercial em relação a alguns pares internacionais.

Além disso, houve a surpreendente resiliência do PIB, que superou projeções em mais de 2% por três anos seguidos. Em 2020, projetava-se queda muito maior que a apresentada; em 2021, a retomada foi muito mais forte que o esperado; em 2022, houve crescimento mesmo com o juro em alta restritiva. Neste ano, caminhamos para mais uma surpresa, com o desempenho do agronegócio dando sustentação. O PIB de 2023 deve crescer mais de 2%. O próprio BC e economistas de renome têm revisado projeções para cima. Em 2024, poderemos ter também surpresas – afinal, será o ano em que a Selic já terá acumulado alguns cortes (esperamos) e em que preços de *commodities* terão se recuperado.

Tudo isso, reiterando, coloca o Brasil bem na foto que será olhada por investidores estrangeiros:

- Ciclo de queda de juro pela frente
- Boa sustentação do câmbio
- Superávits crescentes
- Ações muito descontadas em relação aos demais mercados emergentes
- Dinâmica econômica positiva

O ponto negativo (e sempre há um, pelo menos) é o desequilíbrio fiscal. Com o PIB saudável, no entanto, é possível que o impacto no endividamento público seja menor que o estimado inicialmente. O formato da curva de juros no Brasil já deixa isso muito claro: há um movimento de forte queda nela toda – o que nem as bolas de cristal com a conexão mais estável com o universo místico poderiam ter previsto no início do semestre.

Fica aí mais uma amostra da pouca serventia de projeções macroeconômicas, a engrossar o histórico de desacertos muito maiores que acertos. O próprio boletim FOCUS, querendo apontar para o futuro, de certa forma, o que mais fica é correndo atrás do mercado. Quando se vê com que previsões o ano começa e com quais indicadores acaba, a taxa de acerto tende a zero. O efeito mais perverso é ver o BC acabar refém do que ouve no mercado.

A dinâmica e a percepção dos mercados mudaram rapidamente, criando o ambiente ideal para que distorções de preços ponham a cabeça para fora. Diversas ações subiram muito sem motivo aparente, ou por puro fluxo de cobertura de posições *short*; outras, que deveriam ter subido muito mais, acabaram ficando para trás. O mercado claramente se posiciona de acordo com a estratégia *top-down* – centrado na expectativa de queda de juros, mas cego para os resultados das empresas que serão publicados.

Para aproveitar o cenário positivo que virá, *stock picking* e apego aos fundamentos são o nome do jogo. Obviamente, parte da mudança de cenário já foi precificada (talvez até excessivamente para determinados setores e empresas), mas, de novo: principalmente em *small caps*, o mercado não consegue antecipar de forma eficaz as mudanças de lucratividade das empresas. O foco no cenário macroeconômico leva a efeitos de manada que distorcem a precificação dos ativos e levam a dissociar valor e preço.

O cenário pós-pandemia ilustra bem isso: na recuperação pós-*crash* da COVID, *e-commerce* e tecnologia lideraram as altas. O *e-commerce* se tornaria o novo normal. Na realidade, boa parte da renda da população estava voltada para o consumo de eletrônicos e reformas para a casa. O varejo físico e o setor de serviços foram gravemente prejudicados. Quando a tendência reverteu com a alta de juros, o mercado demorou vários semestres para precificar de fato o que ocorreria – mesmo que já fosse de se esperar que, com a reabertura, o consumo se reequilibrasse e os serviços voltassem a ser relevantes.

Perpetuar o cenário presente é quase sempre a regra no mercado – para o bem ou para o mal. Quando o cenário de recuperação foi se concretizando, o mercado demorou bastante para refletir a realidade nos preços. Com os juros se dá o mesmo: mesmo que já se antecipando uma mudança de patamar, não há ainda impactos de fato sobre os resultados das empresas ou sobre as dinâmicas setoriais no presente. Quando isso ocorrer (e deve demorar bastante, na nossa opinião), haverá novas mudanças de preços nas ações – muito superiores, estimamos, às que ocorreram agora.

Outro exemplo? A alta da bolsa em junho, na esteira da perspectiva de alta da nota de crédito brasileira pela S&P. A nota só deve melhorar após o fato (as agências são inerentemente atrasadas nesse sentido),

mas aí tudo já deveria estar precificado. O mercado é muito mais dinâmico, sempre alguns passos à frente das agências. Mesmo assim, quando a nota subir, a bolsa também tenderá a subir (sempre há os que chegam atrasados à festa). Fundos multimercados vêm aos poucos aumentando a exposição em renda variável, mas ainda estão longe de estarem de fato comprados. A primeira perna de alta em boa parte se deu na reversão das posições alugadas (*short covering*), com muitos fundos liquidando posições vendidas. Por último, devem vir os investidores institucionais, ainda bastante apegados aos juros, e os investidores individuais e de fundos, em busca de retornos maiores que a poupança/Selic em queda e correndo atrás da manada e das manchetes dos jornais.

Em junho, o Ibovespa subiu 9% e o índice SMLL subiu 8,2%, com alta de apenas 2,6% no IMAT (*commodities*). O dólar caiu R\$ 0,27 e fechou o mês em R\$ 4,79 (ou 5,3% negativo, o que favorece os investidores estrangeiros).

A produção industrial de maio voltou a subir (0,3%, mês contra mês), acima do consenso. O segmento de bens de capital cresceu 4,2% no período. A PNAD (indicador de emprego) apresentou resultado estável contra o mês anterior – o desemprego seguiu em 8% (com ajuste sazonal). O CAGED apresentou abertura de 155 mil postos de trabalho, encerrando o semestre com criação de 865 mil vagas formais.

Desempenho dos Fundos – Junho 2023

Fim de semestre, hora de prestar as contas.

O ano não começou como gostaríamos, mas a partir da segunda quinzena de abril vimos uma forte mudança de humor no mercado – e isso permitiu navegar em bom curso até junho. O Trígono Icatu 100 foi o campeão do semestre, com valorização de 14,1% no período. Horizon (12,9%) e 70 Prev (12,6%) vêm na sequência. Quanto aos *benchmarks*: o IBOV finalizou a primeira metade do ano com alta de 7,6%, o IDIV com alta de 9,3% e o SMLL com impressionantes 13,3%! Ou seja, as *small caps* campeãs no semestre.

A maré favorável pode ser explicada principalmente pela percepção, quase unânime do mercado, de que o ciclo do corte de juros está prestes a começar – a dúvida é se virá em agosto ou em setembro. O nível de *valuation* muito descontado de muitas empresas é outro fator que ajuda a entender. Inclusive, após a divulgação dos resultados do 1T23, a ficha de muita gente caiu (expressão da época dos orelhões operados com fichas telefônicas – ou seja, pré-histórica, mas ainda muito charmosa): não, o Brasil não vai acabar. Imagine o choque de realidade que tomou quem gritava dos telhados do mundo (como diria o poeta Walt Whitman) que o IBOV ia submergir aos 95 mil pontos.

O investidor estrangeiro, então, no deserto de opções de países emergentes, voltou a apontar os holofotes novamente para o Brasil. Só no mês passado foram R\$ 10 bilhões de saldo positivo por parte dos estrangeiros, acumulando R\$ 17 bi desde janeiro (ou seja, 59% do fluxo positivo no ano veio em um único mês – boa parte através de ETFs). Os investidores individuais aportaram R\$ 2 bilhões no semestre, voltando para bolsa nos últimos meses de forma acelerada. E quem foram os vendedores? Mais uma vez, investidores de fundos e institucionais: foram R\$ 26 bilhões para fazer frente à forte onda de resgates que persiste na indústria e buscar a proteção nas NTN-B e nos juros ainda elevados.

Para deixar nossos cotistas alinhados com nossa estratégia, e conforme nosso compromisso com a transparência, trazemos abaixo um raio x de oito importantes empresas nos portfólios da Trígono. Em vez de olhar para o espelho retrovisor, vamos focar no para-brisa para mostrar os principais *drivers* e eventos que podem destravar valor – assim como os pontos de atenção para a tese. O passado é o registro do que se fez – mas ninguém vive de passado. Gestores ou investidores têm olhos voltados para o futuro.

O objetivo é mostrar que estamos preparados para o segundo semestre e otimistas quanto ao fechamento do que deverá ser mais um excelente ano na Trígono. Sempre reafirmando, claro, que nosso horizonte de investimento é de 2 a 3 anos – e que esse período não tem nada de cabalístico: nossa retrospectiva de resultados (dos fundos e das empresas investidas) comprova que tal horizonte de tempo é adequado. Basta comparar nossos fundos aos *benchmarks*.

Antes de começarmos: as empresas estão listadas por ordem alfabética. A ordem não indica representatividade em nossas carteiras nem faz qualquer conexão com convicção e potencial de valorização.

*

Ferbasa-FESA4

Principais Drivers:

- Demanda antiga (de nossa parte, inclusive), o contrato de energia com a CHESF entra na modalidade flat em agosto. Com isso, a companhia poderá operar no horário de ponta. Isso abre espaço para ganhos de cerca de 12% de capacidade adicional sem realizar novos investimentos em capacidade, além de menores preços de energia e mais eficiência dos fornos, que funcionarão 24 horas por dia (no horário de ponta, de segunda a sexta-feira, atualmente são desligados entre 17h e 20h).
- Com a finalização da última *casting machine* em 2022, a produção de FeSi75% HP (de maior valor agregado) aumentará em 20 mil toneladas, o que reduzirá a exposição da *commodity*, como aço carbono, já que o HP é destinado a aplicações como geradores, transformadores e motores elétricos, veículos híbridos e elétricos. Enfim, sai do segmento de siderurgia e vai para o de eficiência energética e descarbonização, com prêmio de preços sobre o FeSi75% *standard*.
- Parceria com a Aperam em *joint venture* para compra de florestas – com que se expandirá a produção de biorredutores, mitigando custos. Para se ter ideia, o carvão vegetal (biorredutor) comprado de terceiros era 170% mais caro do que o produzido pela Ferbasa. Mais importante ainda: essa JV indica que a Aperam deve ter planos de se expandir no Brasil. A empresa é a maior cliente da Ferbasa e ambas têm excelente relação comercial.
- **Normalização gradativa dos custos de mineração:** as minas passam pelo chamado “*pushback*” – processo de remoção gradual de camadas sucessivas de material estéril para encontrar o minério desejado. Esse processo está em curso na mina a céu aberto em Campo Formoso (BA) para estendê-la e operá-la como subterrânea (abrindo novas galerias no complexo da Andorinhas). A Ferbasa não difere estes custos e investimentos, contabilizando-os

imediatamente nos resultados (o que distorce custos operacionais).

- **Normalização gradativa dos custos de biorredutores:** a ocorrência de chuva acima do esperado umedeceu a madeira utilizada, afetando a eficiência e a produtividade dos fornos de biorredutores; buscar material substituto elevou custos. A compra de novas áreas florestais e a construção de novos fornos de biorredutores vão solucionar esse problema.
- **Possível desinvestimento da BW Guirapa** (parque eólico com capacidade de 85 MW firmes). Com o problema de energia “resolvido”, a BW deixa de ser um alvo atrativo para investimento. Com R\$ 518 milhões de valor patrimonial, o valor contábil da BW equivale a 17% da capitalização da Ferbasa (valor de mercado subtraído do caixa líquido). No próximo ano, a Ferbasa passa a consumir mais energia eólica em parceria com a AES (80 MW), reduzindo ainda mais a dependência da CHESF e os custos. Mais: a redução dos encargos regulatórios da energia elétrica (com a menor dependência de termelétricas) reduzirá o custo da energia.
- **Crescimento orgânico:** com os eventuais investimentos da Aperam para expandir a produção de aços especiais (inox e elétricos) no Brasil, a Ferbasa deverá expandir a sua própria produção de olho em manter as exportações (ou redirecionar o produto ao Brasil). A parceria para comprar florestas é, a nosso ver, um forte indicador de um movimento assim. Sempre chamamos atenção em nossas lives para a forma como a Aperam considera o Brasil seu mercado mais importante e promissor.
- **Crise energética na África do Sul:** o risco de ruptura social é cada vez maior – a taxa de desemprego está em insuportáveis 35%. Problemas logísticos e de escoamento (estatal ferroviária opera com 35% da capacidade) atrasam e encarecem fretes.
- **Eventos de M&A e novos negócios.** Estudos para compra de reservas de carvão com baixo teor de fósforo na Colômbia, que deve internalizar um importante custo para a Ferbasa hoje (coque metalúrgico) e investimentos em novos negócios, incluindo energia elétrica e possíveis novos produtos minerais e ligas.
- **Caixa de R\$ 1,1 bilhão:** se não houver novos investimentos em energia, e a BW for vendida, esse caixa irá precisar de um rumo. Se nos perguntassem qual, responderíamos: dividendos extraordinários e recompra das próprias ações.
- **Governança:** migrar da listagem de Nível 1 para Nível 2 (Novo Mercado), desdobramento das ações e bonificação em ações, incorporando reservas de lucros ao capital. Eis aí uma listinha de movimentos que seriam bem recebidos pelo mercado (e que requisitamos ao Conselho de Administração). Acreditamos que estimulariam a liquidez e destravariam o valor.

Pontos de Atenção:

- Apreciação do real (a receita é 100% dolarizada);

- Volatilidade da ação FESA4 (porque a relaciona ao ferro e à siderurgia, o mercado especula com as ações em posições alugadas e *short*);
- Mercado e preços do FeSi75% (preços, mercado chinês e custo do coque e da energia não são tão claros);
- Retomada chinesa mais lenta do que o esperado (pode afetar a produção de aço inox e aço carbono – impactando por tabela tanto a demanda de FeCr e FeSi75% como a oferta chinesa desta liga no mercado internacional).

Irani Papel e Embalagem-RANI3

Principais Drivers:

- **Startup da caldeira de recuperação em jun/23:** aumentará em 56% a geração de energia da companhia – que se tornará autoprodutora. Em 2024, deverá atingir o potencial máximo, e com isso a **capacidade de produção de celulose kraft marrom aumentará em 29%**.
- **Tendências estruturais de consumo:** está em curso uma mudança de cultura do consumidor, para substituir plástico por papel e papelão, principalmente em sacolas e em embalagens.
- **Decisão judicial favorável (notificada ao mercado em 19 de junho) reconheceu o direito a crédito de PIS/Cofins sobre aquisições de aparas – valor: R\$ 220 milhões:** haverá compensação nos próximos 2 anos via créditos tributários federais e 50% irão para distribuição de dividendos.
- **Projeto Gaia:** investimento de R\$ 581 milhões. Até março deste ano, 90% já estavam realizados. Seu principal benefício será a redução de custos. A Irani já planeja uma nova fase de expansão (Gaia 2) para ampliar a automação e a otimização de processos, com um crescimento de 53% na produção de papelão ondulado para embalagens na unidade de SC, abrindo caminho para uma nova fábrica de embalagens.
- **Expansão na unidade em MG:** oportunidades de expansão na produção de papel.
- **Crescimento do e-commerce e delivery:** estudos mostram que o varejo eletrônico consome até sete vezes mais embalagens de fibra por dólar comercializado que o comércio tradicional. A empresa é líder no segmento de embalagens para delivery.
- **Alavancagem inferior de 2,5x Dívida Líquida/EBITDA (atualmente em 1,6x) e dividendos:** a Irani continuará a distribuir 50% do lucro em dividendos, o que torna seu *dividend yield* bem atrativo – passou de 10% em 2022 (e 50% do ganho extraordinário de R\$ 220 milhões será incorporado aos dividendos regulares).

Pontos de Atenção:

- Com grandes frigoríficos de frango como clientes, eventuais embargos na exportação que o Brasil venha a sofrer (em razão de gripe aviária ou outros motivos) podem ter impactos pontuais;

- Investimentos de concorrentes – em especial a Klabin, em sua nova fábrica de embalagens de papelão em Piracicaba, próxima a Indaiatuba (ambas em SP), pode trazer concorrência adicional em alguns segmentos, pressionando preços;
- Negócio de resinas ainda patinando – dependente da retomada do mercado asiático para deslanchar;
- Crescimento menor do PIB pode elevar os preços das aparas e impactar o mercado de embalagens. Menor atividade econômica reduz a oferta de aparas com efeitos nos preços e custos (principal matéria prima das embalagens).

Kepler Weber-KEPL3

Principais Drivers:

- **Safra recorde na safra 2022/23:** o déficit de armazenagem aumentou em cerca de 35 milhões de toneladas, chegando perto dos 120 milhões (quase 38% da produção de grãos). A FAO recomenda uma relação de 120% sobre a produção anual como segurança alimentar.
- **O PCA (Programa para Construção e Ampliação de Armazéns) no Plano Safra 2023/24 de R\$ 6,7 bilhões (volume recorde e 30% maior que no plano anterior):** na linha de projetos com até 6 mil toneladas de capacidade, a taxa de financiamento é de 6% ao ano (12 anos de prazo, 2 primeiros de carência). Mesmo recorde, segundo a Abimaq são necessários R\$ 80 bilhões adicionais de investimentos em armazenagem para zerar o déficit (para o Plano Safra 23/24 foram solicitados R\$ 15 bilhões; menos de metade foi aprovado).
- **Pipeline de novos projetos de armazenagem:** no final do 1T23 as consultas estavam 10% maiores que um ano antes, porém, a falta de recursos disponíveis para financiamento evitou que as vendas avançassem. Mas abre espaço para concretização com o Plano Safra 23/24.
- **Procer:** a compra desta *start-up* de automação abre espaço para novas aplicações em tecnologia (o que deve aumentar o valor agregado e a recorrência).
- **Queda do preço dos grãos e dólar:** apesar da queda de preços nos últimos 12 meses, o cenário é positivo ao agronegócio brasileiro – que deverá crescer cerca de 5% ao ano até a safra 2032/2033. O país deverá responder até lá por 60% da demanda adicional global de grãos.
- **Presença nacional:** é a única empresa no setor presente em todo o território nacional. São sete Centros de Distribuição (e mais dois a caminho), cerca de **40% de participação no mercado e quase 70% de recorrência de compras por parte dos clientes!** É ampla a vantagem comparativa e competitiva da companhia.
- **Preço do aço:** estável, com tendência de queda. É o principal custo; associado ao dólar, ajuda a manter margens em patamares saudáveis.

- **70% de capacidade ocupada:** a Kepler está apta a aumentar a sua capacidade com investimentos pontuais (máquinas de laminação e de cortes e pessoal) e a incluir um terceiro turno, o que aumentaria a capacidade em 25% (ou seja, a produção pode aumentar em até 80% sem que se façam necessários investimentos relevantes).
- **Lean manufacturing e nova pintura a frio:** a empresa continua progressivamente a implementar o *lean manufacturing* (equivalente ao sistema *just in time*), que levará à maior produtividade, a custos reduzidos e à menor necessidade de capital de giro. A pintura eletrostática também reduz custos e melhora a qualidade dos produtos (que ficam mais competitivos), das margens e de ROIC.
- **Entrada no Novo Mercado e criação dos ADRs Nível 1:** poderão melhorar a liquidez e aumentar a cobertura da KW pelo mercado, além da percepção quanto à governança.
- **Preços de terras:** muito caras em várias regiões, deverão levar produtores a substituir expansão de área por tecnologia e investimentos em bens de capital (silos, maquinário, modernização, substituição, ampliação).

Pontos de Atenção:

- O pequeno produtor é mais sensível a juros elevados e a quedas de preços de culturas como soja e milho. Essas quedas podem levá-lo a diminuir ou a adiar investimentos;
- Devido à base de comparação (2022) muito alta, o mercado pode fazer uma interpretação equivocada da empresa, a depender dos resultados – ainda que o segundo semestre possa retomar o ritmo de 2022;
- Sazonalidade do negócio: o segundo semestre é historicamente mais forte – o período comporta 60% das receitas após a liberação dos recursos do Plano Safra (a partir de julho);
- Assim como no ano passado, os recursos do PCA podem demorar a chegar na ponta – atrasando a retomada de vendas – e mesmo não serem repassados pelos bancos dentro do volume aprovado no Plano Safra e com subsídios do Tesouro.

Metal Leve-LEVE3

Principais Drivers:

- **Liderança de mercado no *aftermarket* (peças para reposição):** contribui para manter margens elevadas, especialmente em caso de retração nas vendas para montadoras e câmbio menos favorável nas exportações.
- **Crescimento do mercado de reposição:** especialmente para veículos comerciais e pesados, com ampliação do mix de produtos e entrada em novos mercados.
- **Maior sofisticação tecnológica dos motores:** embora iniba o crescimento do mercado original, favorece a adição de valor. Uma frota “idosa” (leia abaixo) necessita de manutenção – e esta manutenção virá na forma de componentes de maiores valores agregado e unitário, mais

tecnológicos e sofisticados. Normas cada vez mais restritivas sobre emissões veiculares e eficiência energética serão a regra.

- **80% da frota brasileira com idade superior a 6 anos e 900 mil (25% da frota) caminhões com mais de 30 anos:** o dado do Sindipeças indica envelhecimento da frota, em especial comerciais e veículos pesados. Mais manutenção à vista (mais de 20% da frota tem pelo menos 16 anos).
- **Produção de veículos leves avançou 6,8% no primeiro semestre no Brasil:** a política do governo de incentivo ao carro popular estimulou vendas no curto prazo. Mas o mais importante será a queda dos juros e a reforma tributária, favorecendo a desoneração da cadeia de produção.
- **Uso racional do capital e investimentos:** pertencer ao Grupo Mahle e aproveitar o benefício das trocas de tecnologia permitem distribuir 100% do lucro em proventos, ter um endividamento líquido praticamente nulo e investir em agregação de valor e em conteúdo tecnológico. Melhor que simplesmente expandir capacidade (o que demandaria maiores investimentos e capital de giro).
- **Modelo próprio de descarbonização no Brasil:** o modelo nacional favorecerá motores a combustão, incluindo biocombustíveis (biodiesel, biometano etanol), veículos híbridos (flex ou etanol) e hidrogênio verde. A Índia poderá seguir nosso modelo; com isso...
- **O Brasil poderá se transformar em um hub para produção de motores a combustão:** devido aos investimentos das montadoras europeias (mas não só) em eletrificação, o Brasil poderá ser um dos grandes produtores de motores a combustão mundialmente. Poderá atender à demanda doméstica, exportar (América Latina, África e parte da Ásia) e substituir motores importados descontinuados nos países focados em eletrificar (ou em híbridos). Além da venda para montadoras, fato que gera mercado cativo para o *aftermarket*.

Pontos de Atenção:

- Risco de concorrência chinesa no *aftermarket*. Poderia sair daí uma guerra de preços (mas os produtos da Metal Leve ganham em qualidade, assistência técnica e rede de distribuição);
- Real sobrevalorizado favorece importações e exportações do *aftermarket*;
- Ritmo mais lento da produção de veículos leves – dados da Anfavea: a produção caiu 10% em junho (143 mil veículos) sobre um ano antes. Houve, no entanto, um crescimento de 6,7% nas vendas, com redução de estoques;
- Volatilidade dos insumos pode levar a dificuldades no repasse dos custos às montadoras.

São Martinho-SMT03

Principais Drivers:

- **Preço do açúcar:** se mantém em níveis recordes, acima de US\$ 0,24/libra peso, o que deverá sustentar os resultados. O etanol ganhando presença internacional, em especial na Índia, tomará espaço do açúcar, além do clima seco na Ásia, especialmente na Índia e na Tailândia. A relação

de estoques mundiais sobre o consumo está no menor nível nos últimos cinco anos, fator fundamental para a sustentação de preços, tendo em vista a limitação da oferta mundial.

- **Queda nos custos de fertilizantes e diesel:** forte queda nos preços e valorização do real. O custo caixa unitário do etanol poderá cair de 5% a 10% nesta safra (23/24).
- **Clima favorável no Sudeste do Brasil para a safra 23/24:** vai permitir um aumento de pelo menos 7,4% (para 21,5 milhões de toneladas) da cana processada pela São Martinho, diluindo custos fixos e otimizando o uso da capacidade instalada ao longo da safra.
- **Entrada da planta de etanol de milho em operação:** esta safra já deverá ver adição de 160 mil m³ de etanol – a capacidade total, 210 mil m³, deverá ser atingida na safra 24/25 (adicionando mais de R\$ 500 milhões às receitas da atual) e 134 mil ton. de DDGs (proteína de elevada qualidade como subproduto). A quantidade total de ATR (açúcar total recuperável) na safra 23/34 deverá expandir em 8,8% (ATR de 3,05 milhões de ton.).
- **Preços do milho em queda:** a queda de 25% a 35% (em 12 meses) no preço do cereal poderá antecipar o investimento na segunda fase do projeto de etanol de milho, podendo até duplicar a capacidade atual. O milho comprado a R\$ 80/saca para este ano teve um preço considerado bom pela São Martinho, mas hoje está perto de R\$ 50/saca. Cogita-se até alugar armazéns de terceiros para antecipar a compra de milho, travando o preço para o ano que vem.
- **Advento do biometano poderá ser um “game changer”:** a possibilidade de substituição ao diesel poderá promover maior descarbonização, ampliando a produção de CBIOS (Créditos de Carbono), e menor uso de fertilizantes químicos – substituídos por orgânicos, com redução nos custos, além de venda do produto nas redes de gás natural. Aliás, por falar em CBIOS...
- **CBIOS:** aumento de preços e maior quantidade (efeito biometano) podem fazer deles uma fonte adicional e relevante de receitas, favorecendo a geração de caixa.
- **Reprecificação das terras próprias de 55 mil ha:** avaliadas em R\$ 4,8 bilhões em 2021, podem trazer luz e atenção ao valor real da companhia e seus ativos.
- **Créditos tributários e depósitos judiciais:** há R\$ 520 milhões a receber de precatórios do IAA (Instituto do Açúcar e do Alcool) e R\$ 1,1 bilhão de depósitos judiciais relacionados à tributação desses créditos (que, por lei, são isentos, dado seu caráter indenizatório). Há potencialmente mais de R\$ 700 milhões em discussão (do IAA), podendo gerar créditos extraordinários de natureza operacional e no cálculo do lucro caixa (40% para dividendos).
- **Valor de reposição de ativos:** segundo a empresa, o custo de reposição das usinas de cana-de-açúcar é de R\$ 2 milhões/1.000 toneladas de capacidade de esmagamento (para o etanol de milho, o valor é R\$ 1 milhão). O custo de reposição das usinas fica, então, em R\$ 50 bilhões. Se considerarmos R\$ 20 mil/ha para reforma de canavial, valor da terra, máquinas e equipamentos, a São Martinho possui ativos com valor de reposição de mais de R\$ 60 bilhões

(cinco vezes seu valor de mercado).

- **Aumento da mistura do etanol anidro na gasolina de 27% para 30% e maior eficiência energética:** o vice-presidente e ministro Geraldo Alckmin vem defendendo a possibilidade de aumentar o etanol na mistura com a gasolina e novas normas e metas para o programa Rota 2030, aliado a novas tecnologias nos motores a etanol. Desta forma, poderá haver redução do consumo de combustível pela maior eficiência energética dos novos motores, favorecendo o uso do etanol em substituição à gasolina, além de favorecer a qualidade do meio ambiente e reduzir a importação de gasolina, com impacto positivo na balança comercial.

Pontos de Atenção:

- Recentes políticas de preços da Petrobras têm mantido o etanol hidratado e anidro em níveis de preço abaixo dos praticados na safra passada, mesmo com a reoneração dos combustíveis.
- Adversidades climáticas podem prejudicar a produção de cana e ATR futuramente. Nesta safra, o *El Niño* pode impedir que toda cana seja moída por conta do excesso de chuva.
- Janela para exportação de etanol anidro não é a mesma do ano passado: os preços de exportação, que chegaram a ter prêmios de R\$ 400/m³, variam agora entre R\$100/m³ e R\$150/m³.
- Aumento dos custos de bens de capital, máquinas agrícolas e caminhões.

Schulz-SHUL4

Principais Drivers:

- **Qualidade diferenciada dos produtos:** engenharia e confiabilidade em níveis elevados (quase sem refugo) ampliam o relacionamento com os principais clientes e abrem mercados. Premiações globais concedidas por nomes como Caterpillar, John Deere e DAF vêm desses diferenciais.
- **Desenvolvimento de produtos globais:** trabalho realizado com as montadoras permite planejamento de longo prazo – para desenvolver produtos, expandir plantas e oferecer atendimento global, com ganhos de escala na produção.
- **Plantas, equipamentos e fundição no estado da arte:** a empresa se qualifica entre as mais modernas e eficientes do mundo, com elevadíssimo grau de automação e equipamentos alemães de última geração. Produtividade, qualidade, baixa geração de resíduos e custos baixos são garantidos.
- **Forte geração de caixa mesmo em ambiente desafiador de mercado:** foram mais de R\$ 300 milhões nos últimos 12 meses, sem abdicar de investimentos para sustentar um crescimento robusto. Até o fim deste ano a companhia pode se tornar caixa líquido.
- **Líder no segmento de compressores:** com destaque em produtos inovadores. O movimento para internalizar a produção de motores elétricos ajuda a expandir margens e a controlar custos. A expectativa é de, até o final do ano, produzir todos os motores de até 15 HP (80% da demanda

da Schulz); no início do ano, apenas 25% dos motores utilizados eram produção própria da Schulz.

- **Expansões futuras já estão planejadas:** a companhia tem um terreno de 60 mil m² ao lado da matriz e outro, de 25 mil m², anexo ao parque fabril da Usinagem II. A demanda já supera a capacidade – a Schulz inclusive tem de frear novos pedidos para não comprometer a qualidade dos produtos e nem a confiabilidade na entrega.
- **Espaço para expansão no mercado externo:** este responde hoje por apenas 20% das receitas totais – mas, devido à globalização dos componentes, ao movimento de *nearshoring* e à qualidade dos produtos, o espaço para aumento é amplo. Novos investimentos em capacidade, no entanto, são necessários.
- **Oportunidades no mercado de reposição (*after market*):** ainda pouco expressivas, mas que vêm crescendo (ao ritmo de dois dígitos) nos últimos anos. Com um mix de quase 650 produtos (compressores de freio, válvulas da caixa de câmbio, filtro secador de ar e outros), há muito espaço para expandir. O potencial de vendas no mercado de compressores de freio chega a ser de R\$ 1 bilhão.

Pontos de Atenção:

- Produção de caminhões em ritmo lento dada a mudança do Euro 5 para o Euro 6. A produção de caminhões recuou 34,3% no 1S23 por conta disso;
- Pouca visibilidade no mercado de capitais e baixa liquidez das ações;
- O mercado de compressores é sensível ao crescimento do PIB e à taxa de juros;
- Real valorizado afeta exportações;
- Na região de Joinville (SC), onde fica a sede, há muita disputa por mão de obra qualificada; perder talentos (principalmente na engenharia) pode prejudicar.

Tupy-TUPY3

Principais Drivers:

- **Muitas sinergias a serem capturadas com a planta de Betim da Teksid (Tupy MG):** a unidade tem potencial para ser a planta rentável da Tupy pela vantagem do acesso às matérias-primas. O processo de implantação das máquinas trazidas de Mauá (SP) e a compra de novos equipamentos para macharia trarão importantes ganhos de eficiência a uma planta que hoje tem margens muito baixas.
- **Recuperação dos volumes:** deverá trazer forte alavancagem operacional. Volume nos últimos 12 meses foi de 670 mil toneladas, deixando capacidade ociosa de pelo menos 30% (ou seja, um crescimento de 40% sem novos investimentos relevantes, exceto desgargalamentos e modernização).
- **Avanço em produtos de maior valor agregado:** especialmente com ampliação da usinagem, CGI, pré-montagem, montagem, pós-venda e novos produtos com maior conteúdo tecnológico para

novas versões de motores, mais eficientes e de emissão menor (o que conta para a descarbonização).

- **MWM abre uma avenida de crescimento:** principalmente nas soluções de biogás e biometano, em geradores, na exportação e em novas tecnologias, como combustão do hidrogênio, além de usinagem para terceiros e para o próprio grupo.
- **Tupy é o único *player* independente de Blocos e Cabeçotes na América do Norte:** o acordo USMCA (“novo Nafta”) exige que pelo menos 70% dos produtos automotivos sejam de fabricação local, com substituição de motores e componentes importados.
- **Movimento de *nearshoring*:** segue ganhando força nos EUA. Recentemente a Tupy divulgou novos contratos no valor de R\$ 650 milhões a partir de 2024 (prazo de 10 anos), com investimentos de R\$ 350 milhões, principalmente para veículos extrapesados Classe 8. **Há expectativa de conquistar novos contratos.**
- **Novas tecnologias:** tende a crescer a importância da representatividade em: reciclagem de baterias, hidrogênio (acordo já firmado com a MAN para produzir cabeçotes para motores a hidrogênio), motores a biometano, blocos e cabeçotes *ultra light iron* e CGI para motores leves em substituição ao alumínio (mais baratos, eficientes e menor uso de energia elétrica na manufatura).
- **Frota envelhecida no Brasil:** o governo está sensível a impactos ambientais e à segurança veicular – e deverá promover renovação da frota com financiamentos, programas (Renovar Auto e Rota 2030) e incentivos tributários. Frota mais envelhecida desde 1995 (atual 10 anos e 3 meses) e 900 mil caminhões com mais de 30 anos (25% da frota está sucateada e antieconômica, com problemas de segurança e meio ambiente).
- **Demanda reprimida nos EUA:** montadores estão com carteiras de pedidos e com veículos das Classes 4 a 7 cheios até 9 meses à frente, num mercado de veículos que cresceu 13% no 1S23. A linha Ford-F (veículo mais vendido nos EUA e um dos principais modelos atendidos pela Tupy) teve crescimento de 27,9% de janeiro junho, com 383 mil unidades (299 mil no 1S22), e o Bronco (também Ford e atendido pela Tupy), teve 88.456 unidades vendidas em junho, batendo a linha F-150 (72.355) e com crescimento de 152,7% no 1S23.
- **Melhor precificação dos blocos e cabeçotes:** a Tupy renegocia, em melhores condições e com custos impactados pela pandemia, os preços dos contratos de 5 anos que estão vencendo. Blocos e cabeçotes têm função crítica: seus preços representam entre 0,5% e 1% do custo total do veículo – um motor montado pode chegar a custar de 25 a 30 vezes o valor do bloco e cabeçote que ele recebe. Com a compra da Teksid e problemas de concorrentes alemães, cresce o poder de barganha da Tupy em todos os mercados.

Pontos de Atenção:

- Eventuais dificuldades na renovação de contratos e repasse dos custos aos clientes;
- Assim como Metal Leve e Schulz, o ritmo de produção de caminhões no mercado interno está lento após a entrada do padrão Euro 6;
- Possíveis novos aumentos nos juros do Fed poderão enfraquecer vendas nos EUA;
- Atraso ou velocidade mais lenta no ciclo de corte de juros aqui pode atrasar a renovação da frota;
- Valorização do real, mitigado pela precificação de matérias-primas (sucata, gusa, ligas, coque) em moeda estrangeira, e queda do minério de ferro com impacto nos custos das cargas metálicas.

Unipar

Principais Drivers:

- **Proposta para aquisição da participação da Novonor na Braskem:** a proposta inicial foi de R\$ 10 bilhões. Caso tenha sucesso, a Unipar entrará em um novo patamar de tamanho e poderá se desalavancar com a venda de alguns ativos.
- **Marco do saneamento prevê a universalização dos serviços até 2033:** criará uma demanda adicional para cloro no tratamento de água.
- **Demanda de soda cáustica crescerá no Brasil em ritmo superior à oferta até 2030:** investimentos na ordem de R\$ 63 bilhões em andamento no setor de Papel e Celulose trarão demanda adicional, além de diversos usos industriais.
- **Corte das taxas de juros:** impacto positivo no setor imobiliário, na indústria e em embalagens, melhorando o cenário para PVC, cloro e soda.
- **O governo tem pressionado a Petrobras para aumentar a oferta de gás natural:** maior oferta e menor custo do gás favorecem o custo de produção da Unipar.
- **Nova planta de soda-cloro em Camaçari (BA), primeiro projeto *greenfield* da Unipar:** entra em operação no 2S24. Apesar de pequena, a planta poderá ser expandida modularmente.
- **Expansão da planta de Santo André (SP) entrará em operação no 2S23:** a capacidade de soda e cloro na unidade crescerá em aproximadamente 15%.
- **Entrada em operação do Complexo Lar do Sol e Complexo Eólico Tucano:** coloca a Unipar no caminho de se tornar autoprodutora de energia. Por ser uma atividade eletrointensiva, isso se traduzirá em redução de custos e saída do mercado regulado (e dos encargos regulatórios), além de caminhar para a autossuficiência energética (melhorando competitividade e com expansão de margens).

Pontos de Atenção:

- Incertezas na Argentina em relação às eleições e a economia altamente inflacionada poderão impactar a lucratividade das operações da Unipar por lá;
- Dificuldade em trazer recursos da Argentina ao Brasil. Sem novos projetos de investimentos, a subsidiária argentina acumula caixa continuamente. Uma melhora nas relações com o vizinho poderá mitigar esse problema;
- Lentidão na queda dos juros globais e locais, com menores crescimento da economia e da demanda por seus produtos (o que retarda a recuperação de preços internacionais);
- Se a compra da participação na Braskem for aprovada, o nível de endividamento prejudicaria os dividendos futuros por algum tempo e poderia elevar a percepção de risco de crédito da empresa;
- Preços do PVC continuam incertos em relação ao fraco desempenho do mercado imobiliário (aqui e lá fora).
- Política de gestão de preços de gás e de nafta pela Petrobras e preços acima da paridade internacional, especialmente do gás natural, prejudicam a competitividade internacional da Unipar e poderão levar a mais importações de PVC e soda cáustica.

.....

Seguiremos com os comentários dos fundos que na realidade espelham o desempenho das empresas investidas no mercado, mas na nossa opinião, muito aquém da potencialidade de valorização dos preços das ações e das dinâmicas positivas das próprias empresas, como comentado acima. Os comentários mais detalhados sobre o Delphos é um preâmbulo para os demais fundos e para o próprio mercado neste semestre que se encerrou.

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

Verdadeira montanha russa esse primeiro trimestre de 2023! Mas, em meio aos altos e baixos, o Delphos entregou ganho de 10,7%, ante 9,3% do IDIV. Ainda mais se lembrarmos que, há pouco mais de dois meses, o fundo chegou a atolar nos 7% negativos no ano, debaixo do temporal de incertezas que alagava o mercado. O “céu” mais limpo de agora faz parecer que nem houve o mau tempo, as chuvas e as trovoadas de até outro dia, logo ali. Para não nos esquecermos, vamos fazer um rápido sobrevoo no que foi o período de janeiro a junho:

- i) **Fraude contábil na Lojas Americanas:** alguém poderia dizer que foi um caso envolvendo uma empresa só. Teria razão – se a fraude não fosse do tamanho que foi. Todo o mercado sentiu o impacto e, mais do que todos, o segmento de crédito privado. Empresas que precisaram emitir viram o quão mais caro ficou. O impacto do caso ainda reverbera e a

resolução não está no radar – e há ainda uma CPI a ele dedicada. Punições exemplares (embora, talvez, improváveis) seriam mais que adequadas.

- ii) **Queda de braço governo X BC:** o diálogo travado entre ambos chegou a ficar bem áspero. Como o que se espera entre as partes é alinhamento, o óbvio desalinhamento que as conversas ríspidas entre ambos evidenciaram trouxe incertezas. O tom baixou bastante, mas vez ou outra se ouve um resmungo, uma alfinetada, uma crítica. Não deve parar nem quando (se?) a Selic começar a descer.
- iii) **Aperto monetário na Europa e nos EUA:** os Bancos Centrais das principais economias começaram o ano com espírito mais “hawkish” em relação às suas taxas de juros, mas a inflação por lá ainda não aceitou a coleira. Baixar juros de forma consistente ainda parece distante do radar.
- iv) **Arcabouço Fiscal:** o mercado segue à espera de medidas efetivas em relação aos gastos do governo, o que a Câmara ainda discute. Sem que um obstáculo tenha sido vencido, já surge outro: a reforma tributária. Nesta, aliás, o fato de que as não poucas resistências, críticas e negociações têm tido um sabor muito mais político que econômico não é bom.
- v) **Retomada lenta da China:** a reabertura da economia do país, após as medidas tomadas no fim de 2022, não foi a arrancada que seria de se esperar. A lentidão tem marcado o ritmo da atividade em alguns setores – a construção civil em particular –, afetando algumas *commodities*. O governo central buscará novos estímulos, inclusive monetários.
- vi) **Quebra do Silicon Valley Bank (SVB):** foi um susto, mais que o prenúncio de algo mais grave. Mas que susto! Ficou o lembrete, sempre saudável, de que bancos de menor porte, falta de controles – inclusive pelas autoridades responsáveis – e gestão duvidosa (ignorada por investidores) são uma mistura explosiva e perigosa. Quem estava no mercado em 2008 e viveu o *subprime* bem sabe o que poderia ter acontecido.
- vii) **Colapso do Credit Suisse:** a versão europeia do filme SVB. Foi solucionado de maneira rápida, para alívio geral. Serviu para mostrar que alguns ainda insistem em caminhar no fio da navalha.
- viii) **Problemas creditícios e liquidez decorrentes dos juros elevados:** após a Fraude Americanas, surgiram muitos casos de empresas, de variados portes, em dificuldade financeira, recuperações judiciais, renegociações de dívidas e até pessoas físicas com problemas e sob endividamento recorde. A política monetária do BC e a atividade econômica anêmica são os grandes responsáveis. Mesmo quando (se?) a Selic começar a baixar, para usar um clichê, vai melhorar – mas não sem piorar antes.
- ix) **Conflito entre Rússia e Ucrânia:** não há fim à vista e o recente imbróglio do motim por parte de Yevgeny Prigozhin, líder do Grupo Wagner (um exército privado de mercenários), deixou o futuro ainda mais turvo. China e Rússia se aproximam cada vez mais – e isso não é boa notícia para Europa e EUA. A Rússia ganha com isso sustentação econômica e, enquanto

houver dinheiro para sustentar o conflito, não há quem arrisque uma data para que acabe.

O estimado leitor pode estar se perguntando por que estamos fazendo uma retrospectiva das crises do ano no meio do ano. Na verdade, ficamos apenas nas mais relevantes. O que pretendemos é apenas mostrar que não existe “esperar a turbulência passar”. A turbulência, a incerteza e os momentos de estresse sempre estarão presentes. O que fazemos é, levando isso em conta, ainda assim buscar o resultado satisfatório. Não existe uma panaceia geral para isso, mas, se fôssemos apontar um (não o único) elemento indispensável nesse trabalho, diria: paciência.

E a Trígono, num momento de tantas crises, conseguiu firmar uma parceria da maior importância com a BB Asset. Batendo aqui numa tecla em que nossos leitores mais regulares certamente já nos viram bater antes: é das/nas crises que surgem as melhores oportunidades – mas isso só para quem enxerga à frente e planeja para o futuro.

A Trígono se guia através das empresas investidas. São seus projetos, os resultados financeiros que obtêm e as estratégias que adotam que nos levam ao objetivo final: gerar valor para o nosso cotista e criação de valor pelas empresas, seguindo a bússola do EVA.

E, quanto mais barato, melhor para comprar ou investir. Nossos fundos – Delphos inclusive –, apesar do desempenho excepcional desde o início, nunca estiveram tão desatados e atraentes, não só pelos resultados das empresas nos últimos 12 meses, mas considerando o que vislumbramos pela frente. O mundo – e o Brasil dentro dele – voltará a crescer. Os juros começarão a cair em algum momento; a pandemia deixou a primeira fila e as cadeias de produção pós-pandemia já se normalizando na busca pelo tempo perdido; as demandas de uma população mundial ainda em crescimento por infraestrutura, energia limpa e renovável (descarbonização), eficiência energética, matérias-primas e alimentos vão reanimar a atividade global. Não é previsão: vai acontecer.

Se olharmos a tabela de desempenho do Delphos, desde seu início (abril/2018) houve retorno de 218,2% (26,1% ao ano composto); no mesmo período, o *benchmark* entregou 76,3% (12% ao ano). Um alfa de incríveis 142%. Esse retrospecto talvez fizesse parecer que vivemos tempos de acelerado crescimento econômico e poucas incertezas. Claro que o que de fato se viveu foi mais ou menos o contrário: pandemia, aperto monetário no Brasil e alhures, baixo crescimento e doses cavalares de incertezas, na política e na economia. Como cantou Paul McCartney, foi uma estrada longa e sinuosa até aqui – mas parece que foi um passeio pela estrada de tijolos amarelos.

Voltando ao nosso resultado no semestre: a grande contribuição positiva veio do setor Industrial (11,3%), impulsionada especialmente pelo desempenho da Metal Leve, que distribuiu neste ano R\$ 559 milhões em proventos: 14,2% de *dividend yield*. Mostra que o Delphos está certo em estar alocado em excelentes pagadoras de dividendos. A segunda melhor contribuição veio de Serviços Financeiros (2,1%).

Do lado negativo, o principal impacto no desempenho semestral veio de mineração e metalurgia (-1,49%), puxado por Ferbasa. Num mercado que só olha o preço das *commodities*, e entra em modo pânico a qualquer sinal de queda, todo o setor de mineração e metalurgia (e nele a Ferbasa também) sofre. Fosse menos irracional nesse ponto, o mercado teria visto que a Ferbasa teve em 2022 o melhor ano de sua história, tem situação excepcional de caixa, farta distribuição de dividendos e muitos fatos

positivos em curso (como a saída do horário de ponta, trazendo 10% de capacidade adicional sem investimentos) e no radar.

E veria que os fundamentos da empresa são bastante distintos de minério de ferro e aço carbono: ela está muito mais voltada à descarbonização e à sustentabilidade pelo uso final dos seus produtos (aço inox e aços elétricos, que geram eficiência energética, incluindo veículos híbridos e elétricos, geradores, transformadores e motores), bem como a seu processo industrial com uso de energia limpa e renovável, e biorredutores.

Reafirmamos o foco do Delphos: empresas com boas perspectivas e histórico de distribuição de dividendos, com entrega de crescimento de valor aos acionistas.

Encerramos junho com as sete principais posições do fundo representando 88% do portfólio. A concentração não deve preocupar o cotista – pelo contrário: ele está muito posicionado em empresas sólidas e boas pagadoras de dividendos, com diversificação em relação aos principais *benchmarks* – a correlação do Delphos com IDIV e IBOV é muito baixa (o que evidencia ainda a convicção do gestor nas principais teses).

O fundo apresentou *yield* de 12,2% em 2021 e de 10,8% em 2022; no mesmo biênio, o IDIV entregou 8% e 9,1% (excluindo Petrobras), respectivamente. Mesmo com maior concentração, a volatilidade do Delphos ficou pouco acima do seu índice referencial (22% *versus* 18,9%). Outro ponto importante é a exposição de 93% da carteira a *Micro* e *Small Caps* – o que, de quebra, desmistifica a ideia de que empresas de baixa capitalização não pagam bons dividendos.

Desde 2018, as receitas do atual portfólio cresceram 21,8%, o EBITDA cresceu 32,4% e o lucro líquido 56,1%, portando o lucro crescendo anualmente duas vezes a valorização do fundo. Tudo isso sob os impactos da pandemia, de apertos monetários locais e internacionais e de incertezas políticas e econômicas. Portanto, ventos contrários e ambiente bastante desafiador.

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	7,3%	10,7%	29,5%	22,0%	151,6%	201,1%	218,2%
IDIV	8,8%	9,3%	17,7%	12,9%	39,8%	39,6%	76,3%

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

O Flagship 60 apresentou uma valorização de 4,7% no primeiro semestre contra 13,3% do SMLL, uma desvantagem de 8,6%. É natural que em momentos de maior otimismo com a bolsa, em razão de uma expectativa cada vez mais tangível para o início dos cortes de juros, várias empresas que compõem o índice SMLL tenham chegado a subir 30%, 40% ou acima de 50% nestes últimos dois meses. Assim, esta classe tende a performar melhor do que as *Large Caps*.

Olhando o desempenho do nosso fundo no semestre, no primeiro momento parece que “ficamos para trás” em relação ao *benchmark*. Mas o que se percebeu foi que, em razão do forte alfa gerado nos últimos 24 meses (30% de excedente), período que o SMLL foi duramente penalizado, o Flagship tinha acumulado a performance deste período em que a cota estava abaixo da “linha d’água” (cota-base para

a contabilização da performance). Ou seja, a taxa de performance estava provisionada para, quando atingida essa marcação, ser descontada. É algo padrão da indústria de fundos de investimentos.

Seguimos confiantes em relação às investidas. Hoje as seis principais posições do fundo representam 82% do portfólio, e todas essas iniciaram junho com múltiplos Preço/Lucro entre 4,0x e 8,0x! Isso só mostra o potencial dessas companhias, que continuam com sólidos resultados e forte geração de caixa, com nível de alavancagem muito baixo e em vários casos até inexistente.

No semestre, as principais contribuições positivas vieram da indústria e do setor químico, com 11,9% e 1,1% respectivamente. Em compensação, penalizaram o desempenho os setores de mineração e metalurgia (-1%), tecnologia (-0,9%) e óleo e gás (-0,6%). A diferença de desempenho entre as contribuições positivas e negativas se dá em razão da taxa de performance, conforme explicado acima.

Nos últimos 12 meses a volatilidade do SMLL foi de 26,8% enquanto a do Flagship foi de 20,6%, mesmo concentrado nas seis principais posições. O fundo ainda tem baixa correlação com o SMLL: são 41% de exposição a *Micro Caps* e 56% a *Small Caps* – ao contrário do que sugere, o índice SMLL tem muitas *Mid Caps* em sua composição, como Gerdau, Usiminas, Embraer, dentre outros nomes.

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	2,6%	4,2%	21,1%	2,7%	96,4%	154,5%	247,9%
SMLL	8,2%	13,3%	19,8%	-27,6%	1,0%	6,3%	29,9%

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	2,7%	4,7%	21,7%	2,5%	99,3%	149,0%	240,3%
SMLL	8,2%	13,3%	19,8%	-27,6%	1,0%	6,3%	29,9%

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

Com mais um semestre encerrado com chave de ouro, o Verbier acumula no ano valorização de 8,2% contra 7,6% do Ibovespa, representando uma ligeira vantagem. Ao analisarmos a janela de 12 meses, o fundo entrega expressivos 24,7% contra 19,8% do IBOV – alfa de 4,9%. Isso mesmo com uma transição de governo turbulenta no meio do caminho. Este retorno em um ano evidencia que uma estratégia de aportes regulares por parte do cotista (sempre quando possível, é claro), permite aproveitar as mais diversas janelas de oportunidade que o mercado apresenta de tempos em tempos, principalmente em momentos de pessimismo excessivo.

Como os demais fundos, empresas posicionadas no setor industrial foram o grande semestre do primeiro semestre de 2023, contribuindo com uma performance de 13,2% - aqui inclui Metal Leve, Tupy, Schulz e Riosulense. Ficamos satisfeitos com o desempenho deste setor, uma vez que o segmento automotivo tem sido penalizado até aqui dada a mudança do padrão Euro 5 para o Euro 6, sendo que boa parte das vendas de caminhões foi antecipada no final de 2022 como forma de aproveitar os preços mais baixos – estima-se uma alta de 20% com o novo padrão.

O principal e único detrator de performance foi o setor de mineração e metalurgia, com queda de 1%. Assim como o Flagship, o Verbier também ultrapassou a linha d'água no primeiro semestre, o que explica em partes a diferença entre o melhor e o pior setor em termos de desempenho.

Desde seu início (julho/2018), o fundo entregou 214,6% - um alfa de 163,5% sobre o IBOV em pouco mais de 5 anos. Nos últimos 12 meses, a volatilidade do Verbier foi de 19,8% contra 21% do índice referencial. Apesar de ter uma estratégia de ações livres – apto para investir em *Mid e Large Caps* – são as *Micro e Small Caps* que representam 93% do portfólio do fundo, pois em nossa visão é nesta classe de ativos que estão as maiores assimetrias do momento.

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	6,2%	8,2%	24,7%	6,6%	114,6%	140,01%	214,6%
IBOVESPA	9,0%	7,6%	19,8%	-6,9%	24,2%	17,0%	51,1%

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

Mais uma vez destaque entre os fundos da Trígono, o 70 Prev segue “voando” em 2023, tendo finalizado o semestre com 12,6% de retorno contra 6,5% do CDI (alfa de 6,1%). Os destaques ficaram por conta da indústria (10,5%) e do agronegócio (2,5%), enquanto pendeu para o lado negativo o setor de mineração e metalurgia (-1,1%).

Interessante notar que nos últimos 12 meses o fundo apresentou desempenho positivo em apenas metade dos meses e **mesmo assim foi capaz de entregar um retorno de 27,8% nesta janela** – equivalente a 206% do CDI no período. Isso tudo mesmo com uma alocação de 70% em renda variável e de 30% em renda fixa (principalmente títulos do tesouro). Vale mencionar que estes 70% em ações estão alocados em sete empresas que possuem os mais elevados padrões de exigências da Trígono ao atender nosso Trígono com perfeição: boas pagadoras de dividendos, alto grau de sustentabilidade e descontadas através da metodologia EVA. Adicionalmente, todas estas empresas possuem vantagens competitivas e estão posicionadas em setores perenes, sendo muito provável que daqui 10, 20 ou 30 anos continuem protagonistas em seu meio de atuação – item importante por se tratar de uma carteira previdenciária.

Desde seu início, em setembro de 2019, o 70 Prev entregou nada menos que 93,7%, retorno equivalente a 306% do CDI! Na tabela abaixo, é possível perceber que nosso fundo supera o CDI em praticamente todas as janelas, ficando um pouco atrás apenas na comparação dos últimos 24 meses.

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	4,4%	12,6%	27,8%	22,0%	76,9%	93,7%
CDI	1,1%	6,5%	13,5%	23,4%	26,2%	30,6%

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

Nosso outro fundo previdenciário manteve a excelência e fechou a primeira metade do ano com 14,1% de valorização, quase o dobro do IBOV (7,6%)! Vale lembrar que em meados de abril, o Icatu 100 chegou a acumular queda de 7% no ano – ou seja, entregou uma alta de quase 23% em pouco mais de 2 meses. Aqui está mais um alerta para quem gosta de *market timing*, a festa começa sem você se dar conta e depois pode ser tarde demais. Talvez não sobrem nem as migalhas, muito menos os deliciosos canapés do início. Contribuíram para este desempenho os setores da indústria (12,3%), agronegócio (3,5%) e consumo (1,7%). Já o setor de tecnologia teve uma queda de 2,8% no semestre.

Até aqui, o Icatu 100 se apresenta como nosso fundo de melhor desempenho em 2023, por ter uma maior alocação em ativos que tendem a performar melhor em um cenário de queda das taxas de juros (Simpar, umas das empresas relacionadas) e muito bem-posicionada no mercado sucroalcooleiro (São Martinho), que tende a se beneficiar dos atuais patamares de preços do açúcar, especialmente no longo prazo, que é o grande objetivo dos fundos previdenciários.

Desde seu início, em 14 de julho de 2020 (quase 3 anos), o Icatu entregou um excedente de retorno em relação ao IBOV de 81,8%! O descolamento em relação ao *benchmark* evidencia a estratégia única deste fundo (juntamente com o 70 Prev) de focar em *small caps*, algo raro de se encontrar no universo de fundos previdenciários. Oferecemos assim, talvez, os únicos fundos de previdência com foco em *small caps*, uma excelente alternativa de diversificação. Um dos principais diferenciais das *small caps* são empresas de maior crescimento e, tendo a previdência o maior apelo de redução tributária e multiplicação de capital no longo prazo, acreditamos que as *small caps* são as empresas que melhor atendem tais objetivos, embora ignoradas entre os gestores de fundos de previdência. Uma vez destacamos nosso mote de **Além do Óbvio**.

Ao final de junho, 88% da carteira estava exposta às *Micro* e *Small Caps* (empresas com capitalização de até R\$ 3 bilhões e até R\$ 10 bilhões, respectivamente), e o restante alocado em *Mid Caps*. Mesmo com a possibilidade de investir em empresas de maior valor de mercado, optamos estrategicamente e oportunisticamente em focar neste momento naquelas de menor valor de mercado, pois, como comentado, é onde vemos as maiores assimetrias, e o melhor, sem renunciar à qualidade dos negócios e à liquidez das ações.

Mesmo concentrada nas oito principais posições, a volatilidade anual do fundo de 22,6% ficou pouco acima de 21% do IBOV. Na figura abaixo pode-se notar a consistência dos resultados entregues pelo fundo desde seu início. Caso o fundo tenha valorização zero até o dia 14 de julho, terá apresentado uma valorização anual composta de 25,9% nestes três anos desde o lançamento, em ambiente bastante desafiador, como pandemia, juros em elevação, baixo crescimento da economia e incertezas políticas e econômicas. Pergunto ao nosso estimado leitor: imagine como seria num cenário favorável que, esperamos, poderemos ter proximamente?

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	6,1%	14,1%	27,5%	12,2%	99,4%
IBOVESPA	9,0%	7,6%	19,8%	-6,9%	17,6%

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

Apesar de finalizar o “primeiro tempo” de 2023 atrás do placar, único de nossos fundos em queda, com -15,1% até aqui, junho marcou uma recuperação de 6,4% (ante 9,6% do referencial IEE). Os grandes detratores da rentabilidade no semestre foram o setor de óleo e gás (-9,4%) e mineração e metalurgia (-2,3%), sem contribuições positivas relevantes. A volatilidade anual do fundo foi de 21,9% contra 19,5% do IEE. Mas, para nós, tal queda, obviamente indesejada, é uma excelente oportunidade, pois tem causas pontuais e que, na nossa opinião, serão revertidas, pois não se trata de uma conjuntura definitiva.

Com uma estratégia que visa capturar oportunidades que surgirão com as mudanças na matriz energética do Brasil e mundial, este fundo tende a se beneficiar com uma eventual elevação dos preços de petróleo e derivados, açúcar (já em patamares recordes) e nos preços de produtos eletrointensivos. Acreditamos estar bem-posicionados para este “segundo tempo”, que se inicia em julho, e especialmente no longo prazo, quando tais eventos serão materializados. Mesmo com um retrospecto recente negativo, o Power perde por pouco do índice IEE desde seu início, em fevereiro de 2021 (6% vs. 10,6%). Para quem não sabe, o IEE é um dos mais bem estruturados índices da B3, composto pelas 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, com alocação bem próxima de 5,5% cada. Seguimos confiantes quanto à estratégia e aos objetivos que almejamos para o Power e que iremos superar o benchmark através de uma estratégia diferenciada, criando uma alternativa de diversificação, especialmente se comparado ao setor elétrico às voltas com necessidades de investimentos e baixo crescimento, e à crescente competição com o mercado desregulado e energia distribuída (gerada pelos próprios consumidores residenciais principalmente), “roubando” mercado das distribuidoras e geradoras, tendo o sol como principal “fornecedor” e com tecnologias cada vez mais eficientes.

Fundo	jun-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	6,4%	-15,1%	-8,0%	-15,5%	6,0%
IEE	9,6%	15,8%	15,6%	13,2%	10,6%

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

Apesar de ficar praticamente empatado com o SMLL no semestre, o Horizon (ou melhor dizendo, as empresas que o compõem), segue firme na trajetória de entrega de resultados. Nos últimos 12 meses a valorização chegou a 27,3%, proporcionando um alfa de 7,5%! Não custa lembrar que o Horizon foi lançado em uma janela que o cenário para *Micro Caps* e empresas de menor liquidez estava extremamente desafiador, especialmente durante o período de aumento dos juros e de aversão ao risco. Com o tempo (e paciência!), o mercado começa a enxergar, mesmo que de forma tímida, o valor que está por trás dessas “pequenas gigantes” companhias. Desde seu início (set/2021), apesar de estar com desvalorização de 4,5%, o alfa gerado foi de 15,5%!

Concentrada praticamente em oito empresas, a volatilidade do fundo nos últimos 12 meses foi de 18,6%, muito abaixo dos 26,8% do SMLL ou até mesmo do IBOV (21%), contradizendo uma vez mais a teoria acadêmica que volatilidade significa maior risco e maior retorno, ou seja, o prêmio pela maior volatilidade. Dentre os fundos da Trígono, a volatilidade do Horizon só perde para o 70 Prev (com 70% ações e 30% renda fixa), desconstruindo mais uma vez o mito de que *Micro Caps* são mais arriscadas e voláteis. Pelo menos aquelas selecionadas pela Trígono não são. A tabela abaixo ajuda a demonstrar e a quebrar paradigmas tão arraigadas no mercado:

Fundo	jun-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	5,7%	12,9%	27,3%	-4,5%
SMLL	8,2%	13,3%	19,8%	-20,0%

Agradecemos especialmente a todos que estiveram envolvidos nesta importante parceria com a BB Asset e, mais uma vez, o apoio e a confiança de nossos investidores. Esta parceria demonstra que nossos investidores estarão muito bem acompanhados e reforçando a qualidade de nossos processos e de toda a equipe. Vamos todos colher muitos frutos dessa nova parceria e que sejam saborosos e perenes.

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



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