



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

MAIO 2023

RESENHA MENSAL

Trígono Flagship e Trígono
Delphos: você ainda vai ter!

Trígono Flagship e Trígono Delphos: você ainda vai ter!

Prezados cotistas e leitores,

É uma imensa satisfação celebrar com todos vocês os aniversários de cinco anos dos nossos primeiros e principais fundos: o Trígono Flagship e o Trígono Delphos Income, respectivamente nos dias 24 e 26 de abril.

Dois fatos dão cores especiais a essas duas datas.

O primeiro é um confronto de titãs: revivendo o espírito das lendas das grandes batalhas épicas de Wimbledon, Roland Garros e os memoráveis Australian e US Open, Frederico Mesnik — o nosso Fredy, sócio e cofundador da Trígono — e seu irmão Arthur — sócio e Diretor de Operações e Controladoria — disputavam uma partida de tênis à época do lançamento do Flagship. Durante essa luta de gigantes, os deuses sorriem para Arthur, e a tragédia se abate sobre Fredy, na forma de um rompimento de seu tendão de Aquiles.

Mas não se trata de uma figura que se deixasse abater: afinal, era preciso levar nossa criação a investidores, para que a conhecessem. E Fredy, movido pelo senso de missão, bota o pé na rua. Literalmente, o pé: de muletas, com o direito imobilizado para se recuperar, ele só podia colocar no chão o outro.

O segundo é um fato igualmente épico: no mesmo dia do lançamento do Flagship — mas em 1.184 a.C. (antes de Cristo), os gregos, súditos dos irmãos reis Agamémnon e Menelau, invadiram e conquistaram a cidade de Troia, depois de dez anos de cerco. A história dessa operação militar é contada na *Ilíada*, do poeta Homero — a *Ilíada* (obra do século IX a.C.), aliás, inaugura a literatura ocidental. Um dos heróis dessa batalha foi não outro que Aquiles. A imagem abaixo é da suposta máscara mortuária de Agamémnon, descoberta em Micenas, fotografada no museu arqueológico de Atenas ano passado.



Mas, as coincidências de datas não param aí. Em 26 de abril de 1500 foi celebrada a primeira missa no Brasil, pelo bispo português Dom Henrique de Coimbra. Foi um domingo de Páscoa, e a missa teve lugar na praia de Coroa Vermelha, em Santa Cruz Cabralia, no sul da Bahia — município que ainda hoje disputa com Porto Seguro e Prado o título de local de descobrimento do Brasil (e se foi um descobrimento ou não, deixamos a questão para os historiadores).

O Delphos, mais que em datas, traz no próprio nome uma conexão histórica: é o nome do famoso Oráculo, que fica na região do monte Parnaso, ali pelo centro da Grécia, a 3 horas de carro de Atenas. Tivemos o prazer de visitar essas e outras paisagens históricas gregas, como o sítio arqueológico de Micenas, em julho de 2022. Diz a mitologia grega (que, como nossos leitores mais assíduos já terão percebido, é tema de nossa profunda admiração) que Micenas foi fundada por Perseu, o guerreiro que derrotou Medusa (que transformava quem a olhasse nos olhos, em pedra) e que seria ancestral de Menelau e Agamémnon. Coincidências.

Nas imagens abaixo, nossas fotografias do famoso portão de Micenas e das ruínas da cidade, que foi uma das mais importantes da Grécia entre 1.600 e 1.100 a.C.



“Sensacional, Werner. Mas e os fundos?”

Vamos a eles. Nesta primeira parte da Resenha, explicaremos ao estimado leitor um pouco de cada um e como se ligam ao próprio nome “Trígono” — que, por sua vez, está intimamente ligado ao que fazemos. Talvez parte dos que nos leem esteja algo familiarizada com nossa história, e a estes pedimos licença e escusas pela eventual repetição. Mas um leitorado cresce e se renova, e aos que chegam sempre será ocasião de apresentar e esclarecer o que fazemos — e a tabela a seguir mostra porque nossos fundos são os de melhor desempenho em suas categorias:

Fundo	Gestor	Data Início	PL (BRL mil)	Retorno			CAGR			Sharpe		Volatilidade	
				1 ano	3 anos	5 anos	1 ano	3 anos	5 anos	1 ano	5 anos	1 ano	5 anos
Trigono Flagship Small C Master FIA	Trigono	24/abr/18	766.280	-4,5%	133,0%	270,7%	-4,5%	32,6%	30,0%	-0,5	1,0	25,0	26,3
Az Quest Small Caps Mid Mast FIA	AZ Quest	30/dez/09	1.182.300	-11,1%	16,4%	43,4%	-11,1%	5,2%	7,5%	-1,1	0,2	18,8	27,0
4um Small Caps FIA	4UM	30/jun/08	248.548	-13,9%	4,7%	34,5%	-13,9%	1,5%	6,1%	-0,9	0,1	24,6	24,1
Bram FIA Small Caps	Bradesco	20/fev/13	284.002	-16,8%	13,1%	23,6%	-16,8%	4,2%	4,3%	-1,0	0,1	25,6	28,4
Itau Small Cap Valuation Fc Acoes	Itau	12/mar/96	431.077	-17,2%	8,6%	16,6%	-17,2%	2,8%	3,1%	-1,0	0,0	24,0	28,6
Bradesco FIA Mid Small Caps	Bradesco	30/set/04	708.502	-20,8%	-2,7%	16,2%	-20,8%	-0,9%	3,0%	-1,1	0,0	26,0	27,7
Bradesco Prime FICFIA Small Cap	Bradesco	29/out/98	128.650	-18,5%	-5,4%	9,5%	-18,5%	-1,8%	1,8%	-1,0	0,0	25,7	27,9
BNP Paribas Small Caps FIA	BNP Paribas	30/out/09	235.363	-20,8%	5,8%	7,4%	-20,8%	1,9%	1,4%	-1,1	0,0	25,7	29,5
SMLL	-	-	-	-21,6%	-3,0%	4,9%	-21,6%	-1,0%	1,0%	-1,0	0,0	27,5	30,5
Caixa FIA Small Caps Ativo	Caixa	05/nov/12	514.834	-21,9%	-7,2%	-3,4%	-21,9%	-2,5%	-0,7%	-1,1	-0,1	27,1	30,1
BB Acoes Small Caps Fc FI	BB	19/jul/02	268.088	-23,8%	-9,2%	-10,0%	-23,8%	-3,2%	-2,1%	-1,1	-0,1	27,8	30,2
Mediana ex Trigono				18,5%	4,7%	16,2%	18,5%	1,5%	3,0%	-	-	25,7	28,4
IBOV	-	-	-	-5,0%	28,4%	20,8%	-5,0%	8,7%	3,9%	-0,7	0,0	21,6	27,5
SMLL	-	-	-	-21,6%	-3,0%	4,9%	-21,6%	-1,0%	1,0%	-1,0	0,0	27,5	30,5
IDIV	-	-	-	0,4%	43,8%	60,0%	0,4%	12,9%	9,9%	-0,5	0,3	19,2	24,0
IPCA	-	-	-	4,7%	23,6%	33,5%	4,7%	7,3%	5,9%	-	-	-	-
CDI	-	-	-	13,4%	24,1%	38,8%	13,4%	7,5%	6,8%	-1,7	-	-	-
DOL	-	-	-	-0,2%	-10,2%	44,2%	-0,2%	-3,5%	7,6%	-	-	15,7	15,6

Fonte: Econômica (28/04/2023)

Fundo	Gestor	Data Início	PL (BRL mil)	Retorno			CAGR			Sharpe		Volatilidade				
				1 ano	3 anos	5 anos	1 ano	3 anos	5 anos	1 ano	5 anos	1 ano	5 anos			
Trígono Delphos Income FIA	Trígono	26/abr/18	482.501	3,9%	182,9%	257,0%	3,9%	41,4%	29,0%	-0,3	1,0	23,8	24,8			
IDIV	-	-	-	0,4%	43,8%	60,0%	0,4%	12,9%	9,9%	-0,5	0,3	19,2	24,0			
Caixa Vinci Valor Dividendos FIA	Vinci	23/ago/12	865.601	-1,1%	40,1%	59,0%	-1,1%	11,9%	9,7%	-0,6	0,2	19,1	24,1			
BB Top Acoes Dividendos Midcaps FI	BB	12/mar/11	281.734	-4,3%	42,8%	50,1%	-4,3%	12,6%	8,5%	-0,7	0,2	19,9	23,7			
Santander Acoes Dividendos FI	Santander	11/out/11	110.543	0,8%	42,3%	49,0%	0,8%	12,5%	8,3%	-0,5	0,2	19,2	24,0			
Cx Fc Acoes Expert Vinci Valor Div Rpps	Caixa	24/ago/12	869.390	-1,9%	34,7%	47,7%	-1,9%	10,4%	8,1%	-0,6	0,2	19,0	24,1			
Caixa FIA Dividendos	Caixa	03/out/03	220.872	-0,6%	23,6%	43,0%	-0,6%	7,3%	7,4%	-0,6	0,2	18,8	23,9			
Vinci Gas Dividendos FIA	Vinci	19/set/05	458.687	-3,7%	27,3%	39,1%	-3,7%	8,4%	6,8%	-0,7	0,1	20,0	23,3			
Itau Acoes Dividendos FI	Itau	07/jan/99	227.700	-5,6%	34,1%	37,2%	-5,6%	10,3%	6,5%	-0,8	0,1	19,6	24,8			
4um Marlim Dividendos FIA	4UM	30/jun/08	192.147	-2,1%	33,5%	37,2%	-2,1%	10,1%	6,5%	-0,7	0,1	18,3	22,0			
Bram H FIA Dividendos	Bradesco	14/fev/14	395.415	-1,4%	34,6%	29,4%	-1,4%	10,4%	5,3%	-0,6	0,1	19,6	24,4			
BB Top Acoes Dividendos FI	BB	19/jul/02	573.048	-4,1%	22,1%	19,7%	-4,1%	6,9%	3,7%	-0,7	0,0	19,5	24,2			
Bradesco FIA Dividendos	Bradesco	13/set/04	553.577	-2,8%	28,8%	16,7%	-2,8%	8,8%	3,1%	-0,7	0,0	19,5	25,3			
Icatu Vanguarda Dividendos FIA	Icatu	24/out/06	665.800	-6,1%	2,3%	13,0%	-6,1%	0,8%	2,5%	-0,8	-0,1	19,7	24,0			
BB Acoes Dividendos Fc FI	BB	19/jul/02	550.876	-6,0%	14,9%	8,3%	-6,0%	4,7%	1,6%	-0,8	-0,1	19,5	24,2			
Bradesco Prime FICFIA Dividendos	Bradesco	13/set/04	116.795	-4,3%	22,3%	7,5%	-4,3%	6,9%	1,5%	-0,7	-0,1	19,6	25,4			
Mediana ex Trígono							-3,3%	31,1%	37,2%	-3,3%	9,5%	6,5%	-	-	19,5	24,1
IBOV	-	-	-	-5,0%	28,4%	20,8%	-5,0%	8,7%	3,9%	-0,7	0,0	21,6	27,5			
SMLL	-	-	-	-21,6%	-3,0%	4,9%	-21,6%	-1,0%	1,0%	-1,0	0,0	27,5	30,5			
IDIV	-	-	-	0,4%	43,8%	60,0%	0,4%	12,9%	9,9%	-0,5	0,3	19,2	24,0			
IPCA	-	-	-	4,7%	23,6%	33,5%	4,7%	7,3%	5,9%	-	-	-	-			
CDI	-	-	-	13,4%	24,1%	38,8%	13,4%	7,5%	6,8%	-1,7	-	-	-			
DOL	-	-	-	-0,2%	-10,2%	44,2%	-0,2%	-3,5%	7,6%	-	-	15,7	15,6			

Fonte: Economatica (20/04/2023)

Como se pôde ver, os fundos, em todas as janelas temporais, são bastante próximos em desempenho. Os geridos pela Trígono, no entanto, destoam — e a explicação está logo mais adiante.

Ao selecionar diferentes gestores para a mesma estratégia (de novo, com exceção dos fundos da Trígono) há bem pouca diversificação e grande correlação entres os fundos e índices associados. As médias entre os 25 melhores fundos abertos, tanto de dividendos como *small caps*, deixam isso claro.

Aqui cabe começarmos a explicar o porquê do nome “Trígono”.

Na astrologia, trígono é alinhamento de dois planetas em um ângulo de 120 graus entre si em um mapa astral. Este seria o alinhamento mais harmonioso entre os planetas — e essa harmonia atrairia sorte, oportunidades e inovação e nosso mote “Além do Óbvio”.

“Mas o que a Trígono tem a ver com astrologia, Werner?”

Fora essa coincidência de nomes? Nada. A inspiração para a Trígono vem de outra grande herança a nós deixada pelos gregos: a trigonometria (inspiração do nosso livro, A Trigonometria dos Investimentos). A ideia de harmonia e de que esta seria mais favorável para se obter resultados positivos, aliás, não é exclusiva da astrologia. A música, por exemplo, tem na harmonia um elemento de importância fundamental — e música e matemática guardam uma relação muito próxima também: o currículo acadêmico na Idade Média se dividia em Trivium (gramática, retórica, lógica) e Quadrivium (aritmética, música, geometria e astronomia), e a música era vista como uma espécie de aplicação prática da aritmética (assim como a astronomia o era da geometria).

“Werner, vamos voltar para os fundos?”

Sim. O nosso logo também é uma espécie de “aplicação prática” da ideia de harmonia entre investidores (existimos para servi-los), empresas (nossa matéria-prima ou veículos para investirmos) e nossos recursos humanos. Fecha-se aí o triângulo, num alinhamento perfeitamente equilibrado. Nessa “astrologia”, cabe à Trígono “interpretar os astros” — leia-se: analisar empresas, resultados e perspectivas), construir

portfólios (fundos) que reúnam as melhores oportunidades de investimentos e compor os fundos — como se faz com notas na música. As analogias, enfim, são as mais variadas: temos astros, notas ou elementos geométricos (as empresas), que podem ser dispostos das melhores formas possíveis, em mapas astrais, sinfonias ou demonstrações. Em comum, tudo isso tem a harmonia como princípio unificador.

Mas não somos astrólogos nem geômetras, ou maestros: somos gestores e entre as ferramentas em nossa caixa estão a metodologia de cálculo de EVA (Valor Econômico Agregado, na sigla em inglês), dividendos e ESG (na nossa visão e prática, investimento responsável e sustentável). Eis aí nosso triângulo perfeito, representado na nossa logomarca.

Aqui não se faz adivinhação nem se dá chutes: usamos métodos e práticas diferenciadas em relação ao mercado. Mas gerir recursos de terceiros tem, sim, um parentesco com a arte. E assim como não existem dois artistas iguais, em qualquer forma de arte, não existem dois gestores iguais. O conhecimento científico para a gestão está ao alcance de todos — como para os músicos estão disponíveis os instrumentos, para os pintores as tintas e para os escultores, o mármore. Agora, o que se faz com esses recursos — bem, eis aí o que diferencia Salieris e Mozarts.

O gestor de investimentos, mais que instrumentos, tem seu conhecimento e sua experiência — um patrimônio de vivências profissionais, emocionais e psicológicas pessoais que formam um *blend* único: se pedirmos aos mil melhores gestores montarem uma carteira a partir dos mesmos recursos e *benchmarks*, teremos ainda assim mil portfólios diferentes.

Feita essa introdução, falemos agora um pouco de nossas estratégia e filosofia de investimentos.

A Trígono foi concebida com olho no universo das *small caps*. Por quê?

As *small caps* são pouco acompanhadas pelo mercado (*sell-side* e gestoras), mas representam cerca de 85% das empresas negociadas na B3. Entre elas estão as que apresentam maior crescimento. São também cerca de 95% dos IPOs (portanto novas empresas surgirão na B3) e muitas atuam em nichos com menor competição e barreira de entradas. O mais interessante? São aquelas que apresentam as maiores assimetrias de valor — ou seja, distância entre valor de mercado e intrínseco. Sim, isso mesmo: são nelas que estão os maiores potenciais de valorização. Lucrativas e, no entanto, negociadas com múltiplos baixos, muitas delas têm *yields* (dividendos sobre o preço das ações) muito elevados.

Mas se elas têm esses atrativos todos, por que são desprezadas — ignoradas — pelo mercado?

Simples: porque o mercado está olhando para outro lado (a nosso ver, para o lado errado). Ele olha para liquidez e elevada representatividade nos principais índices, como o IBOV (e ETFs e índices estrangeiros que acabam seguindo o IBOV). E com isso é que as principais gestoras constroem suas carteiras e fundos.

Estar em índices e apresentar elevada liquidez nada tem a ver com valor. Desta forma a Trígono se destaca talvez como a única gestora focada em *small caps*. E escolhê-las se faz através de um processo diferenciado de seleção e construção de portfólio — aqui não há espaço para gestão passiva. Assim nasceu o Flagship.

Mas nosso diferencial vai além. Ao construir portfólios, deixamos *benchmarks* e índices referenciais do lado de fora. Nas grandes gestoras, o medo de errar é maior que a vontade de acertar sozinho. Seguir índices é a lei do menor esforço em ação — e para isso não são necessários talentos na equipe de investimentos. Ganha-se na taxa de administração sobre grandes volumes dos fundos — a taxa de

performance é um elemento secundário. Além disso, grandes fundos e carteiras precisam de maior liquidez, e isso dificulta construir posições relevantes em empresas de menor capitalização (valor de mercado).

Na Trígono, o que temos são propósitos e estratégias para orientar a seleção. Com isso, geramos alfa (retorno acima dos índices) e proporcionamos diversificação aos investidores e ao mercado, especialmente o institucional. O comparativo de desempenho em relação aos demais gestores explicita o que explicamos.

Para nos distanciarmos do piloto automático do mercado, usamos a técnica *bottom-up*: a seleção das empresas é baseada estritamente em um processo de avaliação das empresas. Após uma filtragem inicial (“garimpagem”), usamos o já mencionado EVA. Como se vê, não precisa de *benchmark*. Alguém dirá que alguns outros gestores também não usam *benchmarks*. A isso, respondemos que estes outros podem até não se escorar em referenciais, mas se baseiam na técnica *top-down* — processo que observa principalmente a macroeconomia. Faz-se uma seleção dos setores mais dinâmicos em um dado cenário econômico e, dentre estes, escolhe-se as empresas mais atraentes ou que melhor capturem a dinâmica setorial.

“E qual o problema aí, Werner?”

O problema é que não existe uma grande diferenciação na avaliação das variáveis macroeconômicas — nem dos setores. Daí, as carteiras acabam ficando muito parecidas, mesmo entre as que não se baseiam em *benchmarks*. Sobe a taxa de juros? Ações de empresas ligadas a consumo, tecnologia, incorporadoras ou de crescimento (típicas das *small caps*) caem. Notícias negativas sobre China? Lá vêm ações ligadas a *commodities* (minério de ferro, siderurgia, petróleo, papel e celulose) ladeira abaixo. Pouco importa quais fundamentos e particularidades as empresas em carteiras construídas assim tenham. É como procurar um gato preto num quarto escuro: nada se diferencia — e lá se vão as oportunidades de diversificação.

Além da forma como selecionamos empresas, nosso processo busca por concentração nas que oferecem maiores potenciais de valorização, liquidez adequada ao tamanho das carteiras e prazo de resgate — e envolve convicção do gestor: aí está o “toque artístico” — aquele traço único, que diferencia um Vermeer de um Van Meegeren*.

O processo considera também os dividendos, que pouca (nenhuma?) influência têm no mercado — pelo menos, nada que se compare à valorização das ações. Analisamos e escolhemos empresas com histórico e potencial de pagamento de dividendos em relação ao seu valor de mercado (*yield*). São distribuídos pelos resultados das empresas — em nada dependendo então do sobe e desce da bolsa. Podem ser reforçados pela recompra de ações, se os conselhos de administração acharem que elas estão desvalorizadas demais e decidirem que é melhor recomprá-las (excelentes sinal e prática).

Para finalizar, utilizamos nossa metodologia de ESG para determinar o valor final das empresas. E é uma determinação objetiva, baseada em parâmetros: não se escolhe uma empresa porque se “gosta” dela ou porque “parece” ser um caso de ESG. Na Trígono temos um modelo — qualitativo e quantitativo — que seguimos para incluir empresas em nossas carteiras: um sistema de *score* será incorporado ao preço alvo delas de forma neutra.

Nossa metodologia e nosso processo, aplicados a todos os nossos fundos, é o único no mercado. Por isso, quem investe em nossos fundos passa a fazer parte de um grupo bastante distinto. Também consideramos

a estrutura de capital das empresas investidas: como em um processo de avaliação de crédito, evitamos empresas alavancadas. Exceções podem acontecer, desde que justificadas — por exemplo: uma empresa pode ter um índice Endividamento Líquido/EBITDA acima de 1,5x, mas com prazo médio de endividamento acima dos 5 anos, com elevada posição de caixa ou liquidez e ampla cobertura na dívida de curto prazo.

Acreditamos que este é um diferencial em relação a gestoras e metodologias de investimentos em renda variável que dão muito peso à liquidez das ações como fator de risco, mas pouca importância a itens como liquidez, estrutura de capital e capacidade de pagamento.

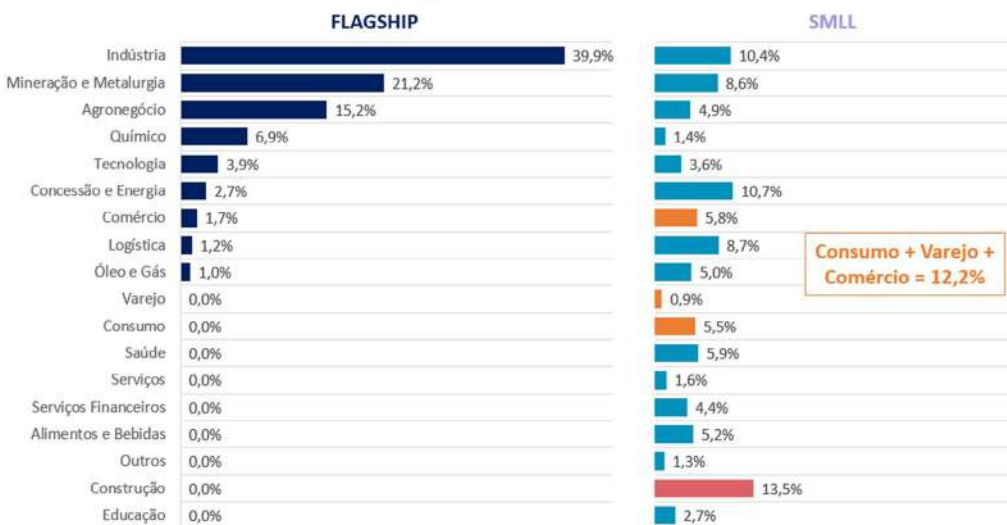
Ainda em relação ao ESG, o fator mais importante para a Trígono é a governança. Aí é que se encontram fatores determinantes para práticas sociais (S) e ambientais (E – de *environment*, em inglês). O Conselho de Administração é a peça-chave para observância das melhores práticas de governança. A Trígono é relativamente a gestora mais engajada na construção de governança. Com pouco mais de R\$ 2 bilhões de ativos sob gestão, indicamos e vimos ser eleitos 23 conselheiros (12 de administração e 11 fiscais) em 11 das empresas investidas. Participamos ainda de todas as assembleias — dever fiduciário que poucas gestoras cumprem (inclusive algumas grandes, que trombeteiam aderência às melhores práticas de ESG). Analisando a ata das assembleias, a presença dos estrangeiros é maciça; a das gestoras locais, tímida, especialmente as grandes. Dizem que existem conflitos, mas ora bolas, que raio de conflito entre gestoras e bancos comerciais e de investimentos se a prática de *Chinese Wall* segrega, ou supostamente, segrega as áreas comerciais, mercado de capitais e gestão de recursos de terceiros (*asset management*)?

Dada a nossa estratégia de concentração, temos participação relevante em nove empresas, nos diferentes tipos de ações: em três delas, temos mais 5%; em duas, mais de 10%; em outras quatro, mais de 15% e 20% (duas em cada percentual). Nenhum dos indicados/eleitos tem qualquer relação com a Trígono — mas todos têm ampla experiência e competência para estarem em tais cargos.

Sobre o Fundo Trígono Flagship

Sua principal característica é selecionar e investir inicialmente em empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 10 bilhões — montante determinado de forma discricionária pela Trígono, que considerou o limite praticado nos mercados internacionais — de até US\$ 2 bilhões para definir empresas *small caps*. Na B3, o índice *small caps* é composto por 120 empresas e considera uma combinação de liquidez e valor de mercado (além de fatores de exclusão), características de 15% das menores empresas lá negociadas. Criticamos o índice por dar muito peso à liquidez, o que distorce sua composição — e dos fundos e ETFs por ele referenciados.

A tabela a seguir exhibe a composição setorial de nosso fundo e do índice *small caps*; e como são diferentes, fato que explica o alfa gerado:



Fonte: Econômica e Interno (28/04/2023)

E o gráfico a seguir, como o fundo vem ficando descontado quando observamos os múltiplos de P/L e EV/EBITDA, quase nos múltiplos mais baixos nos últimos três anos. O que significa que mesmo com uma forte valorização, os preços das ações não acompanharam os crescimentos das receitas, EBITDA e lucro líquido. Como se diz, as ações ficaram “baratas” bem como os fundos. Este comentário se aplica tanto ao Flagship como ao Delphos, na sequência.



Fonte: Econômica e Trigo

No processo de construção do fundo, escolhemos aquelas *small caps* que mesclam maior crescimento e que são boas pagadoras de dividendos. Nos últimos 5 anos, as componentes do fundo apresentaram CAGR (crescimento anual composto, na sigla em inglês) de 21,0% nas receitas, 37,2% no EBITDA e 36,5% no lucro líquido, considerando a ponderação da carteira em abril deste ano — ante 16,6% nas receitas, 22,0% no EBITDA, 11,8% no lucro líquido do índice IBOV e 17,8% nas receitas, 11,0% no EBITDA, -29,2% no lucro líquido do SMLL. Os dividendos nos últimos 12 meses proporcionaram *yield* de 9,2% e, na média nos últimos cinco anos, de 9,1% — contra 6,4% do CDI. A solidez financeira se vê no indicador Dívida Líquida/EBITDA ponderado de 0,16 em 31/12/2022 (data do último balanço).

Sobre o Fundo Trígono Delphos Income

O principal objetivo do fundo é buscar empresas que distribuam dividendos que representem elevada porcentagem do valor em relação às ações (*yield* elevado). Idealmente — em condições normais de taxa de juros — estariam acima do CDI. O fundo não distingue empresas por valor de mercado e não é limitado estritamente ao histórico dos dividendos: nossos investimentos consideram o futuro, e ficam de olho na consistência histórica. São considerados diversos fatores, como: capacidade de distribuir dividendos (caixa, estrutura de capital, necessidade de investimentos); eventos momentâneos que podem aumentar ou reduzir sua distribuição; eventos não recorrentes (positivos e negativos); reservas de lucros disponíveis (além do lucro líquido do ano); histórico de *payout* (dividendos como percentual do lucro após dedução de reservas fiscais); necessidade dos acionistas; e estratégia EVA.

Além destes quesitos, não saem do radar as melhores práticas — aquelas que, no nosso julgamento, não atendem tais requisitos, ficam de fora. Mesmo que as empresas estejam lidando com fatos graves passados, optamos por aguardar. Para conferir tanto se tais fatos foram mesmo equacionados como se a postura passou a ser de compromisso sério com as melhores práticas. É preciso muito cuidado com o *greenwashing* — ou “mentira verde”, o ato de bater no peito com um discurso sob medida para agradar consumidores, sociedade, mídia e investidores — enquanto segue no “*business as usual*” das práticas questionáveis.

Nas imagens abaixo, mais algumas imagens do portão de entrada para o Oráculo de Delphos (em que estava escrito “Conhece-te a Ti Mesmo”, lema que teria sido adotado pelo filósofo Sócrates) e do Templo de Atenas, em que eram guardados tesouros oferecidos aos deuses pelos consulentes. Consideramos as empresas investidas pela Trígono como o tesouro dos nossos investidores sob a nossa guarda.



Small caps são tipicamente negociadas com múltiplos muito baixos ou inferiores aos índices de referência — principalmente as de menor liquidez e que não fazem parte de índices e ETFs. Desta forma, proporcionam *yield* mais elevados.

Por exemplo: uma empresa negociada pelo equivalente a 20x seu lucro (P/L), que distribui 50% deste, proporciona *yield* de 2,5%. Uma empresa negociada a 6x o seu lucro, também com *payout* de 50%, gera

yield de 8,3%. Ao longo dos anos, esse diferencial de quase 5,8 pontos percentuais em favor da empresa mais descontada gera um ganho adicional bastante relevante, especialmente quando os dividendos extras vão para a compra de novas ações do mesmo emissor. Eis aí o “Efeito Bola de Neve”.

O crescimento de receitas e lucros das *small caps* acima daqueles de empresas de maior porte, associado ao *yield* elevado, acelera e intensifica o efeito da capitalização e a compra de novas ações com recursos dos dividendos e sem emissão de cotas.

A imagem abaixo é uma vista de onde ficava o Oráculo de Delphos: as pitonisas (sacerdotisas do deus Apolo) faziam aí suas previsões para reis, militares, pessoas ricas e poderosas de todos os lugares e que tinham de tomar decisões importantes. Não somos pitonisas, mas seguimos o que os “Deuses” nos assopram, na realidade a disciplina do processo de investimentos.



Somos questionados se os dividendos são distribuídos aos cotistas. Dividendos recebidos pelo fundo são reinvestidos nele, sem emissão de novas cotas. Ou seja: aumentamos a quantidade de ações sem emitir novas cotas, sendo que cada cotista terá proporcionalmente uma quantidade maior de ações — sem ter de investir no fundo. Outro aspecto importante: fundos são isentos de IR (Imposto de Renda) sobre JCP (Juros sobre Capital Próprio); já pessoas físicas são tributadas em 15% na fonte. No longo prazo, essa isenção favorece os fundos, pois permite ganho adicional de 15% sobre o JCP ou *yield* dele proveniente.

Destacamos um outro fator que favorece empresas com elevado *yield* pelo exemplo a seguir. Imaginem uma empresa que negocia historicamente a 6x o seu lucro — digamos, de R\$ 500 milhões — e seu valor de mercado é de R\$ 3 bilhões. Sua ação está cotada a R\$ 6 (500 milhões de ações emitidas). Agora imaginem outra empresa, esta uma *large cap*, com R\$ 2 bilhões de lucro, R\$ 40 bilhões de valor de mercado e cotada a R\$ 80 (500 milhões de ações emitidas). Ambas distribuem 50% do lucro.

No dia seguinte à distribuição de dividendos (com eles já provisionados em favor dos acionistas em posse das ações na data anterior), o valor de dividendo por ação é deduzido do preço teórico de negociação na

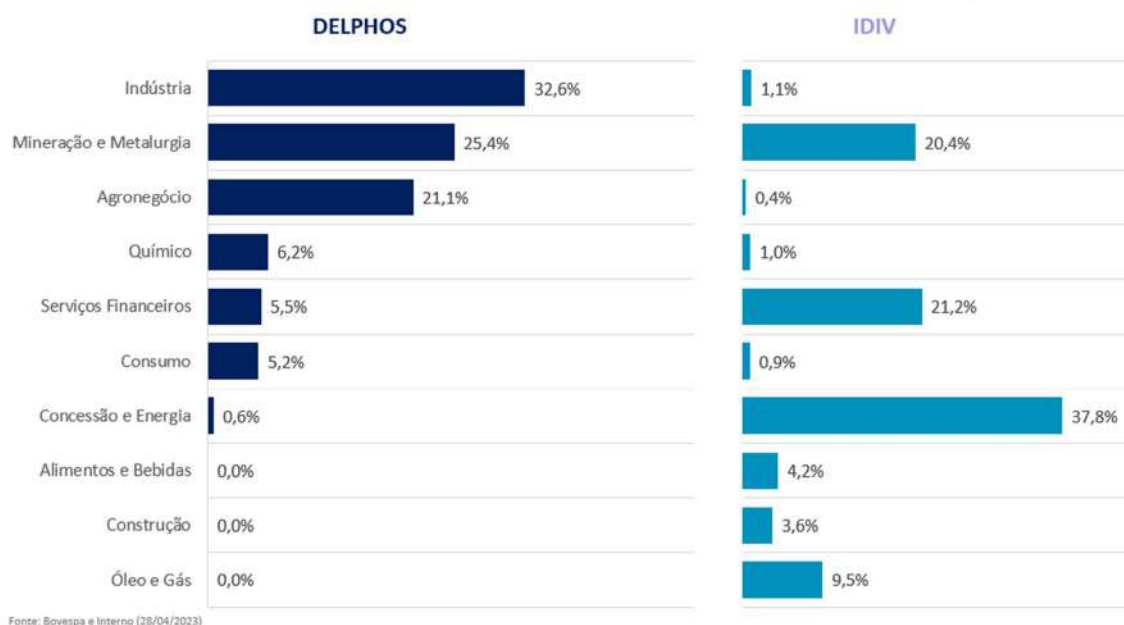
abertura do pregão. Assim, as ações da *small caps* serão negociadas a R\$ 5,50 (P/L de 5,5x) e as da *large cap*, a R\$ 78 (P/L de 19,5x). Para voltar aos múltiplos históricos de 6x e 20x, os preços das ações teoricamente deveriam subir 9,09% e 2,56%, respectivamente.

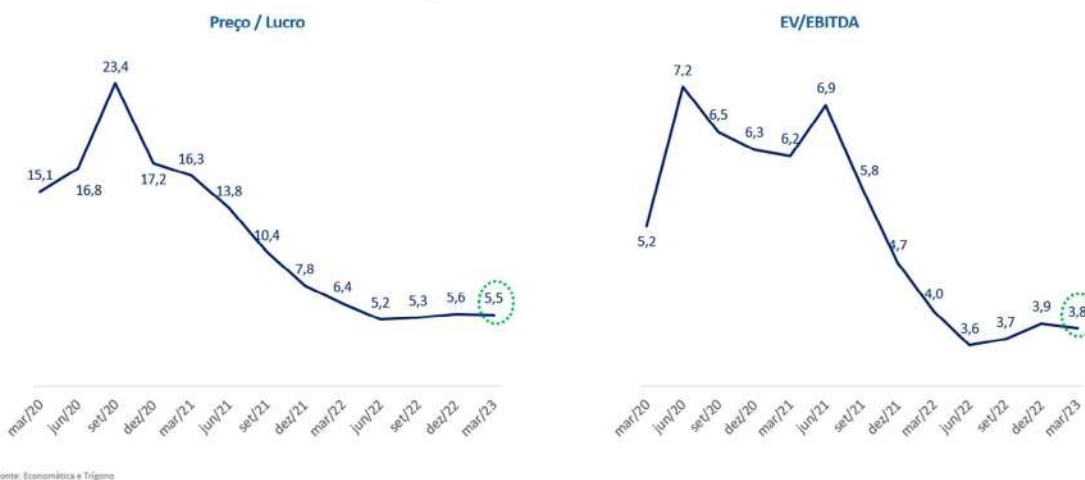
Assumindo que no ano seguinte os lucros cresçam 20%, mantendo-se o mesmo *payout*, quem comprar as ações por R\$ 5,50 e R\$ 78 — tudo o mais mantido constante (e sem considerar que as *small caps* em tese crescem mais no longo prazo) — terá ganho de capital, na *small cap*, de 30,9%, e na *large cap*, de 23,1%. Os *yields* serão de 10,9% para a primeira (base de preço: R\$ 5,50; dividendos de R\$ 0,60) e de 3,1% para a segunda. A conta não considera a compra de ações adicionais através dos dividendos recebidos e que receberá ainda mais dividendos no ano seguinte.

O exemplo — simples, mas calcado na realidade — explica uma das razões para que empresas que pagam mais dividendos relativamente aos preços (*yield*) proporcionem maiores retornos no longo prazo. Isso explica o diferencial do Delphos em relação aos demais fundos que seguem *benchmarks* e que são construídos com base em empresas de maiores valor de mercado e liquidez; elas, assim, apresentam múltiplos maiores (com exceções como Petrobras e Vale, que pagaram dividendos atípicos e distorceram o mercado).

Devemos, enfim, ter em mente a razão pela qual algumas empresas pagam continuamente dividendos elevados sem sacrificar a estrutura de capital: elevado fluxo de caixa livre, boa gestão, orientação por geração de valor ao acionista, negócio sólido, entre outros.

As imagens a seguir foram comentadas no Flagship e igualmente se aplicam ao Delphos





No processo de construção do fundo, mesclamos empresas com três atributos: *yields* elevados; solidez financeira; e serem também *small caps*. Nos últimos 5 anos, as componentes do fundo apresentaram CAGR de 20,1% nas receitas, 21,2% no EBITDA e 28,4% no lucro líquido, considerando a ponderação da carteira em abril deste ano — ante 17,8% nas receitas, 11,0% no EBITDA, -29,2% no lucro líquido do índice SMLL, para o IDIV tivemos 13,1% nas receitas, 20,9% no EBITDA e Lucro Líquido de 18,1%, e 16,6% nas receitas, 22,0% no EBITDA, 11,8% no lucro líquido do IBOV. Os dividendos nos últimos 12 meses proporcionaram *yield* de 9,5% e, na média nos últimos cinco anos, de 9,1% — contra 6,4% do CDI. A solidez financeira se vê no indicador Dívida Líquida/EBITDA ponderado, de 0,38 em 31/12/2022 (data do último balanço).

Cenário Econômico (nacional e internacional)

Nossos leitores mais assíduos já sabem que fazemos, a cada Resenha, uma leitura dos cenários econômicos (e políticos — mas sem entrar na política) nacional e internacional. Esta, no entanto, foi dedicada aos nossos fundos aniversariantes Flagship e Delphos, e por isso, adotamos desta vez uma dinâmica diferente. Daremos menos destaque à economia a maior aos fundos e uma das principais empresas investidas que já publicou seu resultado do primeiro trimestre.

Como nosso leitor poderá conferir mais à frente nos comentários sobre Kepler Weber, nossa abordagem *bottom-up* se orienta pelas empresas: o cenário econômico é a segunda derivada. Claro, a economia afeta as empresas, mas nos importa mais saber como estas estão posicionadas em situações de mercado. Afinal, algum setor específico, ou mesmo algum indicador econômico, podem não apresentar um desempenho lá muito brilhante — e mesmo assim, algumas empresas naquele setor (mas não só) podem estar indo muito bem, obrigado.

Tomemos como exemplo uma empresa hipotética, com balanço sólido e que consegue investir e crescer com recursos próprios; uma outra (igualmente hipotética) pode estar em plena luta para apenas sobreviver por estar alavancada além do recomendável e com baixa rentabilidade. Com ambas inseridas num mesmo cenário de juro alto e crédito em retração, apenas uma teria chance de se sair melhor e ganhar mercado. Adivinhe qual?

Sob os holofotes está no momento a taxa de juros, no Brasil e além-mar. E caro leitor, o BC, dominado por uma teimosia mais afeita ao universo das birras infantis, acabou enredado na armadilha que tão pacientemente armou para si mesmo. Porque, afinal, veja só, amigo leitor, amiga leitora: de uma variação positiva de levíssimo 0,05% em março, o IGP-M (que é dos indicadores mais relevantes: é com ele que se reajusta aluguéis, por exemplo) recuou 0,95% em abril. Veja, é importante fazer isso saltar aos olhos: o índice andou para trás quase **1 ponto percentual inteiro. Em um mês.** No ano, pasmem, deflação de 0,75%, e em doze 12 meses até abril, deflação ampliada para 2,17%. **Deflação. Some-se uma SELIC de 13,75%, temos uma taxa de juro real de quase 16%. Real.**

Os preços dos alimentos estão em queda livre: soja (-9,34%) e milho (-4,33%) andaram para trás, o que, na avaliação da FGV (Fundação Getúlio Vargas), que apura o índice, abre espaço para que “importantes segmentos varejistas” sintam os custos aliviarem um pouco, óleo de cozinha, margarina, proteínas (carne de frango e ovos principalmente). Vejamos ainda o IPPA/Cepea (ESALQ), ou Índice de Preços Pagos ao Produtor de Produtos Agropecuários, no qual estão grãos, pecuária, hortifrúti, cana-de-açúcar e café. Nos últimos 12 meses até março, acumulava recuo de 11,3%. O IPCA (base das metas de inflação) para abril, se visto com a lente do IPCA-15 para o mesmo mês, mostra 4,16% de alta em 12 meses — contra brutais 12,13% nos 12 meses até abril do ano passado. Ainda em 2022, maio mostrou alta de 0,47% e junho, de 0,67%.

Já ficou óbvio, mesmo para aquele nosso leitor menos iniciado no mundo dos indicadores econômicos, que a inflação está caindo. Fica difícil, então, tentar explicar o que é que o Banco Central viu, e que ninguém mais parece estar vendo, que justifique a Selic em 13,75% ao ano. A menos que seja birra ou teimosia: aí, sim, dá para entender. E nem vamos entrar nas searas do dólar, da supersafra de grãos, dos preços do petróleo, do minério de ferro e do diesel, todos em queda; porque, se fôssemos entrar aí — bem, o vocabulário tenderia ao baixo calão, e não sujeitaríamos o estimado leitor a isso.

Quando a irracionalidade parece estar no comando, argumentações racionais perdem força. O que podemos dizer diante de um BC birrento é que em algum momento, possivelmente num futuro próximo — mas, de novo: não temos qualquer ideia de quão próximo esse futuro possa estar —, teremos uma queda na Selic. Os manuais econômicos dizem que juros elevados combatem inflação de demanda. Os resultados das empresas varejistas mostram quão elevada está a demanda. Um desastre, lojas fechando, lojistas inadimplentes (Marisa e Americanas que o digam e talvez milhares de pequenos varejistas).

O ministro Fernando Haddad (Fazenda) ao menos tenta fazer sua parte com o arcabouço fiscal. A queda nos principais formadores de inflação, alguns dos quais foram mencionados pouco mais acima, uma hora se tornará — terá que se tornar — impossível de ignorar até mesmo pelos diretores do Copom e do presidente do BC, Roberto Campos Neto. Porque não é crível que não estejam vendo isso.

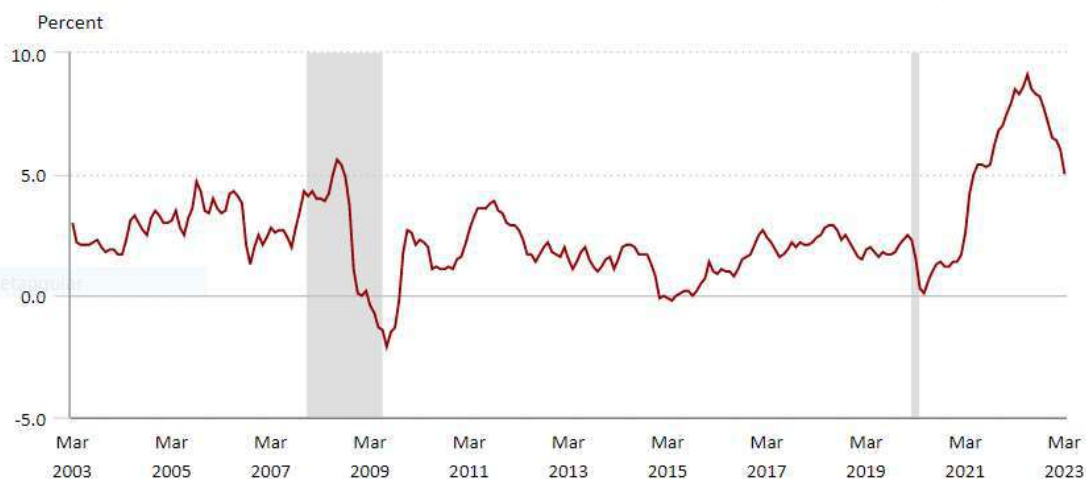
No *front* internacional, destacamos o fim da emergência da pandemia de covid-19, anunciado pela OMS (Organização Mundial da Saúde) em 5 de maio. A pandemia continua, é preciso que isso fique claro: o que o comunicado da organização destaca é que a tendência agora é de que as mortes causadas pela covid-19 diminuam, assim como as internações — e, além disso, tantos já se vacinaram ou contraíram a doença que os níveis de imunização atingiram patamares adequados. A pandemia de covid-19 agora terá o mesmo *status* que a pandemia de Aids — que segue ativa desde 1981, mas já não é mais uma emergência. Tuberculose e pneumonia continuam a matar, mas solenemente ignoradas, especialmente a pneumonia. A vacina Pneumo 23 ou pneumocócica 23 protege contra doenças graves causadas pela bactéria pneumococo, como pneumonias, meningites e outras. Caro leitor, você tomou esta vacina ou lembra de

alguma campanha? Conhece alguém que tomou? Sabe quantas mortes a pneumonia causou no Brasil em 2022? 201.908, covid-19, 66.114, de um total de 1.479.000 mortes no Brasil. Para reflexão.

A OMS reconhece que as incertezas ligadas à “evolução potencial” do *Sars-Cov-2* continuarão por aí — mas diz que as variantes que ora circulam “não parecem associadas a gravidade elevada”. A contagem de mortes, no *dashboard* da OMS, está em coisa de 6,92 milhões. O Brasil responde por cerca de 700 mil. Mas números mais precisos que esses, talvez nunca tenhamos.

Na frente econômica, a covid-19 foi o principal agente de desequilíbrio em cadeias de produção, inflação, aumento nas taxas de juros, princípios de recessão e menor crescimento econômico em todo o mundo. A China talvez tenha sido o caso mais grave, com o impacto negativo nos preços das *commodities* (lado positivo dessa moeda). Com as cadeias de produção normalizadas, ou quase, a oferta de produtos talvez se normalize em breve também: se conseguir, oferta e demanda devem voltar a seu *pas de deux* costumeiro e aliviar pressões inflacionárias em custos de produção e em itens como semicondutores (o que causou um rebuliço na indústria automobilística, para ficar num setor só). Sempre defendemos a tese que a principal causa da inflação é o choque de oferta causada pela pandemia e não a demanda exacerbada. E com juros elevados, quem é o empresário maluco que investirá em produção com a recessão batendo à sua porta? Parece que o BC desconhece o lado da oferta e se preocupa com uma demanda inexistente. Me desculpem, prezados leitores, repetir essa ladainha, mas está difícil de engolir tal teimosia.

A China deverá retomar seu crescimento — e isso é bom para o Brasil. Recessões nos EUA e Europa são cada vez menos prováveis, mas muita gente boa (economistas renomados) diz que elas viriam ou ainda virão, sim. O mercado chegou até a precificar a temida estagflação, vejam vocês.

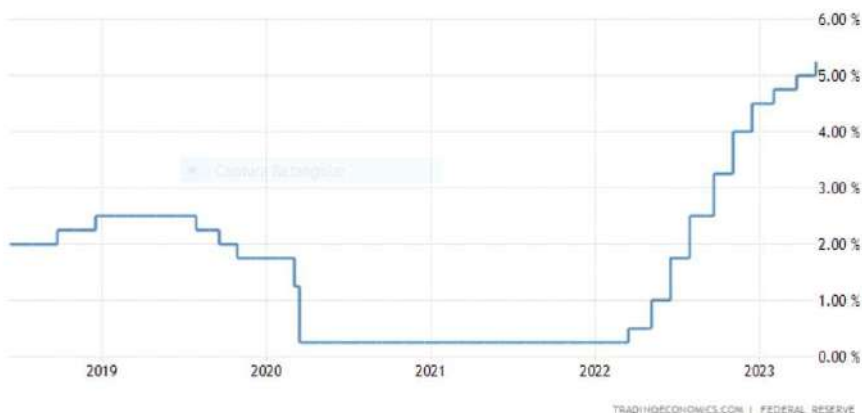


Hover over chart to view data.

Note: Shaded area represents recession, as determined by the National Bureau of Economic Research.

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

Tal lá como cá, a inflação americana medida pelo CPI (de preços ao consumidor, equivalente ao nosso IPCA) corre ladeira abaixo, voltando àquele nível normal e saudável entre 2% e 3%. Ainda está em incivilizados 5%, mas já esteve em 9,1% (nos 12 meses até junho de 2022).



Por outro lado, o juro básico do Fed pode estar chegando ao final do atual ciclo de alta, e já há quem veja um relaxamento para breve, a depender do comportamento da inflação e demais indicadores econômicos. Fica o leitor livre para tirar suas próprias conclusões.

Com a pandemia saindo das primeiras páginas, a economia americana ainda tem bancos regionais e mercado imobiliário com que se preocupar. Este último, aliás, foi de onde saiu a crise do *subprime* de 2008, que nunca foi inequivocamente revertida, tendo se tornado uma espécie de fantasma a assombrar mercados e economias até hoje. Mas a nós, tudo considerado, parece que os cavaleiros do apocalipse mais uma vez caíram do cavalo, por mais que torcessem pela catástrofe só para dizerem que estavam certos (e quem sabe ganharem contratos para livros, entrevistas e consultorias). As profecias que se concretizaram são muito — muito! — menos numerosas que as que “flopam”, mas tendemos a nos lembrar apenas daquelas.

Desempenho dos Fundos — Abril 2023

Em mais um mês amargo para nossos fundos, o ano de 2023 não começou do jeito que gostaríamos. Nesse mês de abril em específico, cinco de nossos sete fundos de renda variável apresentaram desempenho negativo, em um momento que as bolsas brasileiras respiraram, ou melhor dizendo, corrigiram parte das perdas dos últimos meses, com o IBOV subindo 2,5%, o SMLL 1,9% e o IDIV 3,9%. Quanto aos nossos fundos, os destaques negativos ficaram por conta do Flagship e Verbier, que se desvalorizaram 4,2% e 3,9% respectivamente. O destaque positivo do ano vem sendo o Trígono Horizon, que subiu 3,5% em abril e passou a figurar no campo positivo ao acumular alta 2,5% em 2023. Quem diria, o fundo que teoricamente estaria sob maior pressão de mercado, mas que confirma o título de uma das nossas resenhas — *Small is Beautiful!*

Mesmo com todos os desafios e ventos contrários no mercado, o momento atual nos deixa de uma certa forma empolgados e otimistas. Isso quer dizer que estamos satisfeitos com o desempenho entregue em 2023 até aqui? Longe disso! No momento atual, nossas teses de investimentos estão sendo testadas pelo mercado, mais uma vez! Como aconteceu em 2018, 2020 e vem acontecendo desde 2022. Estamos muito tranquilos quanto as teses de nossas investidas — abaixo detalharemos sobre o 1T23 da Kepler Weber — e estamos sempre à procura de novas teses, mas no momento não estamos encontrando nada tão atrativo em relação ao que já temos em casa. Temos visto muitas empresas alavancadas, com resultados

fracos e teses não tão sólidas. Atualmente, nossas dez principais posições representam 92% do total dos fundos da Trígono.

Sempre comentamos a baixa sobreposição de nossas carteiras em relação aos índices referenciais e em relação aos demais fundos como uma grande vantagem e de fato é! Na primeira parte da resenha tal fato ficou bem explícito, sem demérito algum às gestoras e gestores. Pois fazer diferente do mercado, é estar sujeito à melhores ou a piores retornos em certos períodos, faz parte do processo. Nunca é demais lembrar: “Fazer igual jamais trará resultados diferentes!”. Optamos por fazer diferente para trazer resultados alternativos, e nosso histórico de resultados, demonstram que este caminho ou processo de investimentos foi acertado.

É sempre bom lembrar que os melhores retornos são construídos em períodos de incertezas. Foi assim em 2017 a 2019, que pegou a “terra arrasada” após o Governo Dilma Roussef e foi assim em 2020/2021, após a pandemia. Períodos que sucederam tais crises, trouxeram muitas alegrias aos investidores. Se não fossem os períodos de crise, certamente não teríamos nestes últimos 5 anos, entregues um CAGR (crescimento anual composto) de 24% e 22% para o Flagship e Delphos, respectivamente. Se no mercado, o céu estivesse sempre azul, certamente não veríamos as empresas serem negociadas aos múltiplos que vemos hoje, e nos momentos de crise bastante descontadas que nos permitiram construir as carteiras em condições favoráveis de compra. O momento atual, desta vez devido as elevadas taxas de juros são similares as crises recentes, e para quem conseguir remar contra a correnteza, haverá de ser recompensado, como foi em todas as crises. As empresas investidas pela Trígono são sólidas financeiramente e ficarão ainda mais sólidas durante este momento de incertezas, enquanto muito concorrentes perderão mercado, lutando apenas sobreviver.

“Plante agora, para colher no futuro”, muitos podem achar esta, uma frase clichê, mas resume bem o momento atual. Acreditamos estar passando por uma excelente época para plantio, no qual nossos fundos estão com múltiplos P/L e EV/EBITDA nos menores patamares desde o início da gestora. A título de exemplo, o Flagship negocia a 5,7x o P/L e EV/EBITDA de 3,8x. O Delphos apresenta múltiplos semelhantes, com 5,5x e 3,8x respectivamente. A colheita pode estar logo à frente. E tais múltiplos refletem apenas os últimos doze meses, mas o futuro nos reserva múltiplos ainda mais baixos.

Aproveitamos o espaço para começarmos a prestar contas em relação aos resultados do 1T23, sendo a Kepler Weber e a Irani as primeiras a divulgarem seus resultados. Dado que a ação da KW vem sofrendo grandes perdas nos últimos meses, ao cair 18,4% apenas em abril e em 2023 acumula perdas de 28%, daremos um foco maior para seus resultados, que apesar de ter sido “fraco” em relação ao mesmo período do ano anterior (em razão da forte base de comparação) sua tese permanece mais do que intacta, ou até mais evidente do que antes. O mercado, como sempre observa o retrovisor, e pior, um trimestre, enquanto na Trígono olhamos para frente, um triênio a frente.

Para quem não acompanha de perto, a queda de 45% no lucro no 1T23 pode assustar (R\$ 51 milhões vs. R\$ 94 milhões). Mas para quem acompanha a companhia há mais de 13 anos, sabemos que sazonalidades fazem parte do seu negócio, além de momentos de incertezas que geram maior ou menor atividade no curto prazo. O ano de 2022 foi excepcional para a companhia, que se beneficiou dos elevados preços do aço, uma carteira de adiantamento de clientes muito robustas construída no fim de 2021, quando as taxas de juros estavam mais baixas e rentabilidade recorde dos produtores rurais pelos preços elevados, ainda que enfrentando custos mais elevados do diesel e fertilizantes após o início da guerra entre Rússia e Ucrânia.

Mas neste ano, juros mais altos e com a troca de governo — a base do Agronegócio apoiou abertamente Jair Bolsonaro nas últimas eleições, e a frustração desta base pelo resultado do pleito fez com que os produtores segurassem seus investimentos. As vendas para o segmento de produtores (para o campo) foram reduzidas de forma mais aguda, com a receita recuando para R\$ 323 milhões ou -26% em relação ao 1T22, mesmo assim o segundo melhor 1T23 da história da companhia.

O produtor rural tem sido mais impactado pelas taxas de juros, afetando diretamente nas vendas de armazenagem para este público, por outro lado, a Agroindústria (os quais classificam as *tradings*, cerealistas e cooperativas) e Portos continuam com demanda forte. Enquanto o *driver* do produtor rural para investir em silos é sua rentabilidade, na Agroindústria e Portos é o volume, e este está nas máximas após a safra 22/23 bater recorde em grãos — **expectativa de 313 milhões de toneladas, quase 40 milhões a mais sobre a safra anterior, resultando em 124 milhões de toneladas de déficit de armazenagem! Tal déficit resulta em condições inadequadas de armazenamento, preços do frete disparando 30% sobre o ano passado, e o pior de tudo, a venda da produção pelo produtor com grande desconto de preços sobre os mercados internacionais, transformando essa perda monetária, ou todo o lucro, se houver algum, para os agentes intermediários, notadamente as *tradings* internacionais.**

A demanda reprimida é tanta, que as vendas de projetos relevantes continuam, na apresentação de resultados foi divulgado a venda de 14 projetos que juntos totalizam R\$ 178 milhões — R\$ 142 milhões em 5 obras, sendo três para cooperativas e duas para uma cerealista. O *pipeline* de projetos da KW é 10% maior em volume do que um ano atrás, ou seja, há demanda, mas a dificuldade de financiamentos e a espera de novas linhas — PCA para 23/24. Cabe destacar que a nova linha do BNDES em dólar para o agronegócio foi esgotada em um dia no Agrishow encerrada dia 5, a maior feira agropecuária do Brasil. Mesmo com o mal-estar da ausência do ministro da agricultura no evento, o resultado da feira em termos de vendas de bens de capital surpreendeu até o mais otimista! As vendas de R\$ 13,3 bilhões no evento para máquinas agrícolas e soluções para armazenagem superaram em 9,5% o valor do ano passado, já corrigido pela inflação. Uma ótima notícia, mostrando que o campo tem disposição para investir, mas necessita de recursos de longo prazo.



A Abimaq já reiterou solicitação de R\$ 17 bilhões de recursos para o PCA (3,5x o montante aprovado ano passado), que seria o recurso estimado apenas para que o déficit não cresça mais. Nos últimos anos a produção de grãos tem crescido 5% a.a. contra 2,5% ao ano da capacidade estática. Parece que o Governo tem entendido a necessidade do setor e pode estar disposto a realizar melhorias no Plano Safra e o papel

importante da Conab como agente regulador da oferta e demanda de alimentos, e moderador da volatilidade de preços dos alimentos e impactos na inflação.

O Plano Safra 22/23 montou em R\$ 341 bilhões, dos quais R\$ 196 bilhões com juros subsidiados e R\$ 145 bilhões com juros livres. A expectativa para 23/24 é de pelo menos R\$ 400 bilhões, mas com menor custo do diesel, insumos (especialmente fertilizantes) e sementes (segue o preço dos grãos), o que significa que em termos de poder aquisitivo ou real de custeio seria muito maior do que a simples variação percentual.

Muitas pessoas ligadas ao agro — que provavelmente possuem interesses por trás — subestimam os impactos do déficit para o produtor e até dizem que a falta de armazenagem sempre irá existir no Brasil. De fato, não acreditamos no fim do déficit de armazenagem tão cedo, dado a magnitude dos investimentos necessários (quase R\$ 80 bilhões). Por outro lado, essa safra está mostrando na prática a falta que fazem os silos para o produtor. O produtor não investe, pois, teme que sua rentabilidade cairá, mas um dos motivos que a fazem cair é justamente a falta de silos. E estes leigos que atuam no mercado financeiro e pouco sabem do agronegócio, ignoram os aspectos acima comentados em negrito, que destacamos, tal a sua importância.

Já comentamos muito sobre a armazenagem a céu aberto e suas perdas para o produtor — perdas físicas ou nos padrões de umidade do grão. Há exemplos de produtores que vendem a soja com 28% de umidade, o padrão médio de umidade da soja é de 14% e cada ponto percentual acima disso abre espaço para descontos por parte da Agroindústria na ordem de 1,5% a 1,8%! Isso sem contar os preços mais elevados do frete no auge da safra, em algumas regiões do Mato Grosso, o frete chegou a aumentar 30% mesmo com o diesel caindo. Embora já comentado, desculpe-nos nossos estimados leitores, mas vamos detalhar ainda mais o aspecto comercial do déficit de armazenagem, tal a sua importância.

Se ainda não te convencemos que o déficit de armazenagem não traz efeitos práticos no bolso do produtor, vamos para a prática: prêmios de exportação. O prêmio é a diferença entre o preço físico praticado no mercado e o preço negociado nas bolsas. Com a safra recorde e falta de armazenagem e logística sobrecarregada, **os prêmios de exportação da soja ficaram negativos pela primeira vez desde 2004!** Esse desconto chega a US\$1,90/bushel ou aproximadamente US\$4,18 por saca de 60 kg da soja (mais de R\$20/saco ante R\$130/saco recebido pelo produtor paranaense, nas fronteiras agrícolas ainda pior). Segundo a COGO Consultoria, o produtor de grãos perderá, ou melhor, entregará a terceiros, R\$ 31 bilhões nessa safra somente pelos prêmios negativos — R\$ 19 bilhões para soja e quase R\$ 12 bilhões para o milho.

Na tabela abaixo podemos ver que o produtor que possui condições de armazenar sua produção pode vender em condições muito mais favoráveis à frente na entressafra. Aqui estamos levando em consideração apenas o prêmio de exportação e considerando os preços atuais da soja constante. Atualmente os preços da soja estão pressionados pelo excesso de oferta e muito provavelmente mais à frente, irão se recuperar mesmo que de forma parcial — como normalmente ocorre em toda a safra.



Relatório Diário de Prêmios (c/bushel)

18-abr

SOJA		Paranaguá		EUA Golfo	
		Prêmio	Varição	Prêmio	Varição
Maio	Compra	-190,0	-35	82,0	0
	Venda	-160,0	-15	88,0	0
Junho	Compra	-140,0	-25	96,0	0
	Venda	-115,0	-10	105,0	0
Julho	Compra	-110,0	-30	80,0	0
	Venda	-85,0	-9	88,0	0
Agosto	Compra	-40,0	-30		
	Venda	30,0	0		
Setembro	Compra	45,0	-30	106,0	0
	Venda	160,0	0	135,0	0
Outubro	Compra	240	0		
	Venda	300	0		
Novembro	Compra	140	-60		
	Venda	230	-10		
Dezembro	Compra	150	0	0,0	0
	Venda	190	0	0,0	0
Janeiro	Compra	100	0		
	Venda	150	0		
Fevereiro	Compra	-20	-15		
	Venda	20	-15		

Fonte: <https://www.relatoriosagro.com.br/>

Hoje, a companhia está avaliada em R\$ 1,3 bilhões ou US\$ 257 milhões. Mas, é sempre bom lembrar, que em 2017 a AGCO (distribuidora mundial de máquinas agrícolas, dona das marcas Valtra e Massey Ferguson e controlada pela gigante alemã Fendt) tentou comprar a KW em 2017 por R\$ 580 milhões ou US\$ 185 milhões na época. Vale lembrar que a Kepler naquele momento ainda estava em fase de reestruturação e implementação do *lean manufacturing*, apresentando naquele ano uma receita de R\$ 580 milhões e prejuízo líquido de R\$ 34 milhões.

Faz sentido uma empresa que lucrou R\$ 380 milhões em 2022, com R\$ 150 milhões de caixa líquido negociar em bolsa apenas 40% a mais em dólar do que foi oferecido a ela 6 anos atrás, em período que apenas apresentava prejuízo? E o tamanho da safra naquele ano de 187 milhões de toneladas e déficit de somente 19 milhões de toneladas. E os acionistas minoritários naquela época (o maior, o mesmo gestor da Trígono) recusaram a oferta. Não por acaso a Trígono construiu nestes 5 anos uma posição superior a 20% na empresa, e sempre com uma visão para o futuro e não simplesmente uma oportunidade de curto prazo. Ficamos felizes pela GSI (controlada da AGCO que atua no setor de silos), não ter avaliado corretamente o potencial de mercado e valor da Kepler, ofertando um preço mais elevado e assim, adquirindo a empresa e fechando seu capital, como era a intenção relacionada a oferta de compra.

Se anualizarmos o lucro de R\$ 51 milhões da KW, teremos um múltiplo de 6,5x P/L e R\$ 200 milhões de lucro no ano. Todavia, o Plano Safra bate na porta e pode ser anunciado já no fim de maio ou meados de junho. Lembrando que no último Plano Safra foi aprovado para o PCA recursos com equalização do tesouro de R\$ 5,1 bilhões (12 anos, 3 de carência, juros dentre 7% e 8,5% fixos), mas apenas 20% desse montante chegou na ponta para o produtor. A companhia acredita que 2023 será um ano em que sua

sazonalidade será normalizada, historicamente 40% do faturamento está concentrado no primeiro semestre e 60% no segundo semestre. Portanto, caso as linhas de financiamento comecem a fluir bem, podemos ter um bom 2S23 e quem sabe o segundo melhor ano da sua história!

Antes de comentar sobre os desempenhos de cada fundo, gostaríamos de agradecer o apoio de todos os investidores que nos acompanharam nas indicações de conselheiros durante a temporada de assembleias em 2023. Conseguimos eleger e reeleger diversos conselheiros em nossas investidas — das nossas TOP 10 investidas, temos ao menos um conselheiro independente indicado (seja Conselheiro de Administração ou Conselheiro Fiscal) em sete das investidas! Ao todo, são 22 conselheiros indicados pela Trígono exercendo a função! Estamos satisfeitos com este resultado e felizes de poder contribuir com o crescimento e melhoria de nossas empresas investidas e principalmente na governança, o G, que determinará as relações e impactos no S (de social) e E (do inglês *environment* ou ambiental no nosso idioma).

Desempenho dos Fundos — Abril 2023

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

Abril foi um mês marcante para o Delphos. Afinal, o fundo completou, no dia 26 do mês passado, a primeira de muitas meias décadas que esperamos que venham por aí. E outra marca deixada pelo fundo não foi apenas o aniversário: até aqui, e dizemos isso com um incontido orgulho, o retorno entregue foi de 168%. O *benchmark* — pobre *benchmark* — entregou esforçados 60,7% no mesmo período. O alfa que o Delphos gerou foi então de nada menos que 108% em seus cinco anos de existência — ou retorno anual (composto) de 21,8% (e 15,7% de excesso anual de retorno).

A estratégia do Delphos é bem clara em seu objetivo: buscar empresas que paguem excelentes dividendos (consequentemente com *yield* elevado). No longo prazo, o que queremos é bater o CDI. Nas atuais condições, isso é difícil — mas ao longo do caminho há *yields* bem atrativos em que prestar atenção. Só para ficar bem claro: bons históricos de proventos, como diria o astrônomo Carl Sagan, são necessários, mas não suficientes. Aqui, olhamos é para o futuro das investidas.

As empresas que compõem o Delphos apresentaram nesses cinco anos CAGR (Crescimento Anual Composto, na sigla em inglês) de: 21,0% nas receitas; 37,2% no EBITDA; e 36,5% no lucro líquido. Por outro lado, os dividendos nos últimos 12 meses proporcionaram *yield* de 9,5% e, na média nos últimos cinco anos, de 9,1% (neste último caso, o CDI teve um rendimento 6,4%, correspondente ao *yield*, mas bem inferior ao Delphos). Esses números não deixam margem a dúvidas: crescimento consistente e estruturas de capital enxutas (baixa alavancagem em diversas dessas investidas) resultam em distribuições cada vez maiores aos acionistas no longo prazo. Interessante notar que a valorização anual do fundo nestes cinco anos foi menor que o crescimento do EBITDA e do lucro líquido, o que implica que os múltiplos (EV/EBITDA e P/L) do fundo estão cada vez mais descontados, ou como se diz, o fundo está ficando “barato”, especialmente após os resultados das empresas em 2022 e o desempenho do fundo neste ano.

Mesmo tendo sido especial, abril se portou como aquela orquestra em que o flautista sopra uma nota um tanto desafinada: houve desvalorização de 2,9%. Já a orquestra do referencial não saiu do tom — fechou o mês com avanço de 3,9%. Certamente não é o retorno que gostaríamos de apresentar, ainda mais no

aniversário do Delphos. Mas, investidores de longo prazo que somos, sabemos que períodos assim ocorrem. Nos seus cinco anos, o Delphos já viu isso acontecer — e, como conferimos mais acima, o histórico mostra que seu desempenho foi excelente.

O dever de casa está sendo feito: continuamos próximos das empresas investidas, indicando conselheiros independentes e estudando-as no detalhe. Estudá-las, aliás, é de suma importância: conhecer minuciosamente a empresa que está por trás da ação e entender a dinâmica do negócio é a maior defesa do investidor em relação aos altos e baixos da bolsa. Conhecendo as investidas a fundo, podemos nos orientar por seus fundamentos; sem conhecê-las, ficaríamos entregues a emoções e opiniões alheias (como o mercado).

Conselheiros independentes para as investidas não ficam atrás em importância: todos os que indicamos têm bagagem de sobra para contribuir com as empresas e agregar valor ao negócio. O “G” — governança —, para nós, é a letra mais importante da sigla ESG: sem governança, os riscos para o “E” (*environmental*, ou ambientais, em português) e para o “S” (social) crescem exponencialmente. **Das 11 empresas componentes do Delphos, oito têm conselheiros fiscais por nós indicados — e entre conselhos administrativos e fiscais, emplacamos 15 nomes.**

Mas retomando o comentário sobre o desempenho em abril: o que mais afetou o desempenho foi (de novo) o Agronegócio (-2,44%), em especial a Kepler Weber — que acabou ofuscando a performance da São Martinho, que vive um momento particularmente positivo (tão diferente do ano passado). Também pesou no mês passado o ritmo fraco da Indústria (-0,64%). Na ascendente, tivemos Serviços Financeiros (0,34%). A volatilidade anual do fundo foi de 22,7% (pouco acima dos 19,2% do IDIV), o que se explica pela concentração de 80% do portfólio nas seis principais empresas do Delphos.

Abril foi o mês em que várias empresas do fundo aprovaram pagamento de proventos — elevados, diga-se. Destacam-se aí Metal Leve e CEB, a primeira distribuindo aos acionistas, ambas com *yield* de 12% (considerando cotação antes da data ex). Também destacamos o Banco da Amazônia (BASA), com *yield* equivalente a 8%. Esses dividendos foram 100% recorrentes e com capacidade de distribuições adicionais no futuro — nada mal. A Tronox também consta dessa lista — neste caso, através do mecanismo de redução de capital: adicionado aos dividendos aprovados na AGO, tem-se aí um *yield* de 17%. São todos proventos importantíssimos dado o momento atual: com eles, podemos aumentar posição nas investidas, e por preços muito atrativos.

Abaixo, segue a tabela de desempenhos do Delphos.

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-2,9%	-6,6%	0,7%	17,6%	137,4%	172,6%	168,4%
IDIV	3,9%	-0,4%	0,4%	4,7%	43,8%	35,8%	60,7%

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

O outro aniversariante do mês, na verdade, chegou primeiro, tendo nascido dois dias antes do irmão. Primogênito que é, é também o maior: são R\$ 820 milhões de patrimônio. Mas abril não foi um mês positivo: o Flagship teve desvalorização de 4,2% — contra 1,9% de alta do SMLL. No acumulado do ano, o Flagship 60 caiu mais que o referencial: 10,9% contra 7,8%, respectivamente.

Pelas janelas mais longas, no entanto, se observa uma paisagem mais primaveril: as tabelas abaixo mostram que o histórico não só é excelente por si só como deixa seus pares bem lá para trás como apresentado na primeira parte desta Resenha. Não estamos aqui a desmerecer os demais, longe disso: o caso é esse desempenho mostra as vantagens de não termos amarras com *benchmarks* e baixa correlação com outros fundos de *Small Caps* do mercado. Com o SMLL, nossa sobreposição é de 7% apenas. Os demais diferenciais — bem, falamos extensamente deles no início da Resenha.

É uma satisfação e um orgulho entregar 24% de CAGR nos 5 anos do Flagship. O retorno absoluto é de dar mais orgulho ainda: 198% (já descontadas taxas de administração e performance). O SMLL, no mesmo período, entregou retorno de 6% (CAGR ínfimo, 1%) e o CDI, de 39% (CAGR de 7%). **Lembremos aqui mais uma vez o título da Resenha de dezembro de 2022: “Fazer igual jamais trará resultados diferentes”.**

Agronegócio (-3%) e Indústria (-1%) puxaram o desempenho para baixo no mês. No primeiro, o ponto fraco foi a Kepler Weber. Mas, como também mencionamos mais acima, mesmo com desempenho fraco nas ações, o sal da omelete está nos fundamentos da empresa — afiada como nunca e de olhos no futuro. O setor de Concessão e Energia e o Químico deram contribuição positiva modesta (0,5%), o bastante para suavizar um pouco o resultado de abril.

Com volatilidade de 22,2% nos últimos 12 meses, o fundo tem se mostrado mais estável que o SMLL (27,4%). Lembremos: concentração nas teses mais sólidas é a nossa tese geral — e no atual momento as cinco principais teses representam 75% da carteira. Essa alta concentração nas teses mais sólidas é um fator de descolamento do fundo do *benchmark* — e isso é bom, porque pretendemos adicionar valor para o nosso cotista nos posicionado em teses a que poucos fundos do mercado se expõem. **Não é concentrar por concentrar: o que é preciso é ter excelentes empresas na carteira. Os 5 últimos anos deixaram claro a resiliência dessas teses, cada dia mais preparadas para momentos de incerteza.** E mesmo concentrado, o Flagship é uma excelente opção de diversificação para o cotista. Os demais fundos se assemelham aos índices e uns aos outros; já nossa baixa correlação com o mercado é em si uma diversificação, com redução de riscos dentro de estratégias de otimização de carteiras.

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-4,2%	-10,9%	-6,4%	1,2%	102,1%	151,7%	197,6%
SMLL	1,9%	-7,8%	-21,6%	-37,2%	-3,0%	-5,1%	5,7%

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-4,2%	-10,9%	-6,4%	0,5%	101,8%	145,0%	189,8%
SMLL	1,9%	-7,8%	-21,6%	-37,2%	-3,0%	-5,1%	5,7%

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

O Verbier também teve um abril turbulento: caiu 3,9%, ante alta de 2,5% do IBOV. No ano, o fundo recua 9,7%, mais que na queda de 4,8% do referencial. Nos últimos 12 meses, o Verbier empata com o *benchmark* — mas em todas as outras janelas, gera alfa com certa folga: em 36 meses (a nosso ver, período mínimo para se continuar investido), o retorno foi de 109,1%, contra 28,4% do Ibovespa (um alfa de 80,7% em três anos, ou de 21,8% ao ano de excesso de retorno — mesmo num momento não exatamente favorável). Tal desempenho no longo prazo reflete nosso desprendimento do *benchmark*:

buscamos as melhores oportunidades do mercado, independentemente da composição dos índices referenciais e do tamanho das empresas, respeitando a liquidez adequada ao tamanho do fundo.

Um axioma do mundo dos investimentos é: rentabilidade passada não garante rentabilidade futura. Mas gostaríamos de ressaltar que, a exemplo dos demais fundos já com 5 anos (julho é aniversário do Verbier), o nosso vem batendo o IBOV de forma consistente, ano a ano. Mesmo atrás no placar em 2023, temos um elenco de peso (nossas empresas) para reverter a situação e terminar o ano com chave de ouro.

Em abril, o setor Químico foi o destaque positivo (0,85%). Já Agronegócio (-2,8%) e Indústria (-0,8%) puxaram para baixo. A volatilidade do fundo (20,8%) é pouco menor do que a do IBOV (21,6%).

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	-3,9%	-9,7%	-5,0%	3,1%	109,1%	118,3%	162,6%
IBOVESPA	2,5%	-4,8%	-5,0%	-13,7%	28,4%	8,5%	33,7%

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

Em abril, o Trígono 70 Prev apresentou queda de 2,3%, enquanto o CDI subiu 0,92%. Mesmo apontando para baixo no passado recente, em 12 meses subiu 4,9% (o CDI nesse período, por sua vez, rendeu 13,4%). A composição da carteira (70% alocados em renda variável, 30% em renda fixa) permite constante ajuste — vendendo na alta e comprando na baixa — e vejam só: sem *market timing* — nome sofisticado do mero chute. Mantemos exposição sempre na vizinhança dos 70% em renda variável.

Por setor, penalizaram o desempenho mensal o Agronegócio (-1,74%) e Mineração e Metalurgia (-0,42%). Considerando apenas os 70% expostos à renda variável, 5 empresas compõem o fundo; juntas, representam 90% do montante. São a nata da Trígono: preenchem todos os requisitos necessários para estar no portfólio previdenciário (com muita segurança, requisito importante de fundos desse tipo).

Desde seu início (set/2019), o Trígono 70 Prev produziu retorno equivalente a 241,4% do CDI, ou 67,1% de retorno nominal, ante 27,8% do *benchmark*. E esse retorno todo foi construído em um ambiente bem desafiador, de pandemia, juro em alta no Brasil e no mundo, eleições e forte aversão a risco por parte dos investidores institucionais.

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	-2,3%	-2,9%	4,9%	13,3%	72,5%	67,1%
CDI	0,9%	4,2%	13,4%	21,5%	24,1%	27,8%

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

Nosso outro previdenciário é 100% alocado em renda variável (sujeito a limites regulatórios diferentes). Em abril, teve desvalorização de 0,6%, ante alta de 2,5% do IBOV. No ano, o Trígono Icatu 100 apresenta queda de 4%, ante desvalorização de 4,8% do IBOV (pequeno alfa de 0,8%).

Aqui, ao contrário dos demais fundos, o Agronegócio foi destaque positivo: alta de 0,4%. Na sequência vem Consumo, com os mesmos 0,4%. Isso mostra que a diversificação nos fundos da Trígono. Pelo lado negativo vieram Mineração e Metalurgia (-0,34%) e Indústria (-0,25%).

A volatilidade anual do Icatu 100 ficou em 23,1%, acima dos 21,6% do IBOV, mesmo com as 7 principais empresas representando 80% da carteira. Interessante aqui falar da classificação variada das empresas do Icatu 100: do total, 52% são *Small Caps*; 33%, *Micro Caps*, e 13%, *Mid Caps*. Com isso se vê que o fundo está apto a capturar as melhores oportunidades do momento independente da capitalização da companhia em bolsa (no passado recente já tivemos até *Large Caps*). Exceto por abril, o fundo bate o IBOV em todas as janelas temporais. Confiram na tabela:

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-0,6%	-4,0%	-2,3%	4,7%	67,8%
IBOVESPA	2,5%	-4,8%	-5,0%	-13,7%	3,97%

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

Após o “susto” em março, quando o *Power & Yield* recuou 14%, em abril vimos uma modesta reação (alta de 2,6%). No ano, o *Power* cai 18,3% contra valorização de 1,5% do IEE — que, em nossa opinião, é um dos melhores índices da B3, composto pelas 18 maiores e mais líquidas companhias do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas.

Contribuíram para a alta de abril os setores de Concessão e Energia (3%) e Agronegócio (2,2%). O maior impacto negativo veio de Mineração e Metalurgia (-1,62%).

Já comentamos em Resenhas e lives que este fundo está posicionado estrategicamente para capturar oportunidades que surgiram com a crise energética mundial. E não só: grandes vantagens vêm de empresas instaladas no Brasil e que têm na energia parte relevante de sua atividade — ou de seus custos, como indústrias eletrointensivas e setores relacionados (alguns migrando para a autossuficiência em energia). No horizonte de investimentos de nosso fundo entram setores de petróleo e gás, o sucroalcooleiro — com a produção de combustíveis de natureza renovável e energia de biomassa. O biometano em breve começará a substituir o diesel, mas a ficha parece ainda não ter caído para o mercado. Combustíveis produzidos a partir de resíduos agrícolas são mais baratos e tiram de cena um derivado de petróleo e em grande parte importado. Não só beneficia o meio-ambiente como gera crédito de carbono e ganha moral na agenda ESG.

O fundo está concentrado em sete posições que, juntas, representam 87% da carteira. Para quem não teve oportunidade de ler a Resenha anterior, convidamos a conferir a parte do *Power*, em que detalhamos mais o desempenho ruim de março, que acabou afetando as janelas de rentabilidade. No mais, reforçamos que a estratégia segue intacta e que, operacionalmente, as empresas componentes continuam saudáveis e prosperando. Mesmo com um março fraco, afetando o histórico do fundo, desde seu início (fev/2021) o alfa acumulado sobre o IEE é de 5%.

Fundo	abr-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	2,6%	-18,3%	-18,5%	-13,3%	2,0%
IEE	6,8%	1,5%	-5,8%	-1,0%	-3,0%

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

O Horizon, nosso Pequeno Notável, foi bem de novo: foram 3,5% de alta em abril e 2,5% no acumulado de 2023. O alfa no mês passado foi de 1,6% e, somado ao que foi entregue no 1º trimestre de 2023, já atinge 10,3% de excedente em relação ao referencial.

O Horizon é 100% focado em *Micro Caps* (valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões no momento do investimento inicial) e vem se portando como o Duque de Exeter, no “Henrique V”, de Shakespeare: defendendo sua posição “valentemente e com excelente disciplina”.

Nos últimos 12 meses, o retorno é positivo em 3,3%, ante queda de 21,6% do SMLL (gerando um alfa de 24,9%). Desde seu início (set/2021), o fundo ainda está no campo negativo (-13,3%), mas não tanto como o referencial (-34,9%). O cenário tem sido muito hostil para as *Micro Caps*, mas o alfa de mais de 20% mostra que ele é uma diversificação da diversificação: as empresas que o compõem são pouco acompanhadas mesmo para quem acompanha *small caps*.

Por setor, os destaques ficaram por conta da Indústria (alta de 2,9%) e Serviços Financeiros (alta de 0,9%). Na contramão, apenas o Agronegócio (-1,1%).

Para quem quiser conhecer um pouco mais sobre alguma das investidas no Horizon, fica aqui um convite especial para conferir nossa *live* realizada em 19 de abril, disponível em nosso canal do *Youtube*. Comentamos sobre Banco da Amazônia, Jalles, Celesc, JSL e Pettenati, empresas que o bardo de Stratford-upon-Avon (ele de novo) descreveria como “de corpo pequeno, com coração grandioso”: “pequenas” em valor de mercado, mas gigantes onde atuam — e muito bem-posicionadas para o atual momento. São completamente ignoradas pelo mercado — o que não poderia ser melhor para a Trígono e seus investidores: temos assim oportunidade para arbitrar o descasamento entre preço e valor. Para nosso cotista que confiou na gestão da Trígono em *small caps*, fica o convite para investir neste fundo. Veja o Flagship com seus 5 anos e imagine onde o Horizon poderá estar: se não aproveitar a oportunidade, poderá se lembrar lá na frente dos dados aqui mostrados e pensar: “Por que não investi antes?”. Nunca é tarde para fazê-lo.

Fundo	abr-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	3,5%	2,5%	3,3%	-13,3%
SMLL	1,9%	-7,8%	-21,6%	-34,9%

Encerramos esta Resenha agradecendo a apoio de nossos investidores, em particular aqueles que como nós, celebram cinco anos como investidores nos dois primeiros fundos da Trígono. Se por um lado a satisfação dos aniversários e os desempenhos acumulados, por outro, não deixa de ficar um gosto amargo neste ano pelos resultados. As empresas continuam sólidas como nunca, e resultados trimestrais variam como tudo. Não há nada que caminhe num sentido único, mas o que importa é para onde caminham, e como. Quanto a isto, estamos tranquilos, ainda que o mercado, e seu comportamento errático, cause volatilidade nas ações. Mas já vacinados, sabemos que tal comportamento é normal e faz parte.

Muito obrigado, uma vez mais.

Werner Roger, gestor, e equipe de analistas: Pedro Rezende Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer.



***DICAS CULTURAIS:** “O Último Vermeer”, filme de 2022 dirigido por Dan Friedkin, conta a história de Han van Meegeren (1889 – 1947), pintor holandês conhecido como um dos maiores falsificadores de quadros que já existiu — principalmente os do genial Johannes Vermeer (1632 – 1675). Após o fim da Segunda Guerra Mundial (1939 – 1945), Van Meegeren foi condenado como colaborador dos nazistas e por muito pouco não foi fuzilado. Ele vendeu um Vermeer forjado pelo recorde até então

para um quadro: US\$ 5 milhões (em valores de hoje), a ninguém menos que Hermann Göring, figura de proa do Partido Nazista — e que acreditou estar comprando uma obra autêntica. Outras falsificações de Van Meegeren foram compradas por museus de renome e expostas como originais. Impossível evitar a analogia com o mercado, que tem o (mau) hábito de não levar a sério a necessidade de analisar a fundo aquilo que compra. O filme é baseado no livro “The Man Who Made Vermeers” (2009), de Jonathan Lopez — história contada também em “Eu fui Vermeer” (2008), de Frank Wynne. O filme está disponível em plataformas de streaming, e o trabalho — autêntico — de Vermeer pode ser visto em exuberantes edições da Taschen Books e em alguns (poucos) dos melhores museus e galerias do mundo — como o Rijks Museum, em Amsterdã (<https://bit.ly/40S2VNP>), que está com “a maior exposição de Vermeer já realizada” em cartaz até junho (mas, infelizmente, com ingressos esgotados).

Leia o regulamento antes de investir no fundo, em especial os fatores de risco. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em cotas de fundos de índice não é garantido pelo Fundo Garantidor de Créditos. Para mais informações acesse nosso site www.trigonocapital.com.





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