



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

ABRIL 2023

RESENHA MENSAL

Crise ou oportunidade?
Você decide.

Crise ou oportunidade? Você decide.

Prezado leitor e investidor,

É hora de uma prestação de contas aos nossos investidores. Afinal, 2023 já é velho um trimestre e 2022 finalmente se fez conhecer em sua totalidade na publicação dos resultados das empresas. O foco da 1ª parte desta Resenha será olharmos para o trimestre encerrado em março, considerando as notícias que movimentaram os mercados no período. Na seção de Desempenho dos Fundos, descrevemos como foi o desempenho das principais empresas investidas pela Trígono no ano passado e mostramos como evoluíram nos últimos 4 anos e nossos fundos.

Sim, o mercado está de olho, mais que em qualquer coisa, no que aconteceu no último trimestre — principalmente em busca de tentar ver algo que indique como será o trimestre seguinte. Isso tem o equívoco, para o qual sempre chamamos atenção, de perpetuar o tal do curto-prazismo. Tomar o balanço trimestral como base para se avaliar uma empresa é como querer formar um conceito acerca da cultura de um país partindo apenas de um folheto promocional de turismo (adaptando uma comparação feita pelo filósofo Thomas Kuhn acerca da ciência).

Na Trígono não é assim: porque nosso horizonte de investimento é de fato de longo prazo (ao menos 3 anos), apresentaremos o desempenho das empresas num prazo que julgamos o mínimo para que se possa fazer sobre elas uma avaliação digna do nome. O que aconteceu, o que estão realizando, dinâmica do mercado onde atuam, balanços sólidos — esses são os critérios que nos fazem construir portfólios. Só assim é possível reconhecer empresas vencedoras, capazes de sair mais fortes ainda das crises. Preços refletem a crise ou euforia, quase sempre exagerada; já valores são construídos no longo prazo. Faz lembrar Oscar Wilde, para quem saber o preço de tudo e o valor de nada definia os cínicos.

Períodos de crise — e estas têm se repetido com frequência — afetam mercados de renda variável: taxas de juros sobem, investidores buscam o que julgam mais seguros (renda fixa, e títulos públicos, por exemplo) e se desfazem do que consideram mais exposto a riscos. E esperam um momento mais oportuno para voltar ao mercado de ações, quando as “coisas estiverem bem”. Não custa uma vez mais repetir. O famoso *market timing*.

Esse movimento, como sabemos todos e já tivemos ocasiões de discuti-lo aqui, é comportamental. É o que caracteriza manadas ou rebanhos: um indivíduo se sente protegido de predadores em meio a um grupo. Um membro desgarrado do rebanho seria supostamente presa mais fácil aos predadores. Mas o que de fato protege o indivíduo não é o ser mais inteligente em meio a todos os demais, e sim o mais disciplinado. O mercado financeiro tem um fenômeno semelhante. O que todos aprendem é que a dinâmica é comprar-na-baixa/vender-na-alta — mas surpreendentemente poucos a aplicam. Preferimos a “certeza” de errar com todos a incorrer no risco de acertar sozinho. O medo de perder é maior que a vontade de ganhar.

Na Trígono, somos gestores. Nos cabe cumprir o desejo de nossos investidores. A compra ou venda segue o fluxo de novas aplicações ou resgates, e a entrada de dividendos. Apenas fazemos alocações de

recursos, sem qualquer poder de decisão de compra ou venda, na entrada ou saída líquida dos recursos dos fundos.

Mas vejamos a tal da renda fixa. O rendimento do NTN-B (título público mais procurado pelo mercado), associado ao IPCA, tem variado entre 4% e 7,5% (exceto em momentos atípicos: em 2020, chegou a 2%) nos últimos 10 anos. Não parece tão fixo assim, certo?

Vejamos a Selic (o juro básico da economia brasileira): a taxa variou de 2% a 14,75% entre julho de 2015 e outubro de 2016 — quando baixou a 14%. Desde então:

- 6,5% (mar/2018);
- 6% (jul/2019);
- 4,25% (fev/2020).

A taxa seguiu a queda da inflação (IPCA):

- 10,67% (2015);
- 6,29% (2016);
- 2,95% (2017);
- 3,7% (2018);
- 4,31% (2019).

Em abril de 2020, no entanto, alcançou um pico: 12,13% (acumulado de 12 meses, sempre pelo IPCA). Lembremos que a pandemia era o assunto predominante. Mas, desde então, o indicador vem caindo progressivamente, mês a mês. Em fevereiro, chegou a 5,6% — nada menos que 3 pontos percentuais de queda em relação aos 8,73% batidos em agosto de 2022, quando a Selic atingiu o Everest de 13,75%.

Três pontos percentuais de queda desde que a inflação foi vista como motivo para o juro chegar onde está não bastaram para que o Banco Central se dispusesse a tomar qualquer atitude. **Para nós, esta é a principal crise que o Brasil sofre neste momento: a crise das taxas de juros.** As consequências para a economia serão cada vez mais danosas. O BC, mirando uma meta inatingível de inflação — **3,25% em 2023**, com margem de tolerância de 1,5 ponto percentual —, segue de olhos bem fechados.

Mas, como se diz no mundo das novelas, a trama se complica: o RTI (Relatório Trimestral de Inflação) mais recente diz que o Copom (Comitê de Política Monetária) do BC **projeta para este ano 5,8%**; para 2024, 3,6%; e para 2025, 3,2%.

Sim, caro leitor, você leu certo: o BC, que persegue o inatingível, **já sabe** que a meta que persegue não será atingida. Documento produzido **pela própria autarquia** mostra que ela já trabalha esperando um resultado acima do que tem de alcançar. No futebol, um goleiro, quando vai defender um pênalti, não sabe, é óbvio, em que canto o cobrador vai chutar; ele arrisca um e pula. No caso do BC/meta de inflação, é como se o goleiro já soubesse com certeza em que canto o cobrador vai chutar a bola — e, mesmo assim, escolhesse pular no canto errado.

O leitor consegue explicar por que a Selic segue em 13,75%? Bem, nós também não e nem o BC.

Ao mesmo tempo, o Copom vê o PIB crescer 1,2% — ainda pouco, mas mais que o 1% previsto antes. Seja 1%, seja 1,2%, o PIB só deve crescer isso no Brasil no campo da literatura fantástica, uma vez que o país, se ainda não entrou, está na antessala da recessão.

E uma das raízes dessa recessão — com todo seu rosário de consequências: desemprego, forte queda da arrecadação de impostos, redução de investimentos, quebra de empresas, forte alta da inadimplência de indivíduos e empresas de todos os portes — é não outra que a Selic de 13,75%.

Para o BC, no entanto, nada disso parece importar muito. O que vale é buscar a meta inatingível de inflação para 2023. Ícaro, na mitologia grega, fez suas asas de cera e buscou voar o mais perto possível do Sol. O calor, no entanto, derreteu suas asas em pleno voo. Não é difícil imaginar o que aconteceu.

Nenhum dirigente de banco central do mundo é tão insensível. A atividade econômica e a manutenção dos empregos estão no escopo de atribuições das autoridades monetárias, tanto quanto a observância da inflação. Mas o pior de tudo será o custo do carregamento da dívida para o Tesouro — coisa de aí seus R\$ 800 bilhões em despesas de juros em 12 meses. Como serão pagos? Quem disse “emitindo mais dívida”, acertou. E mais dívida gera mais juros. De onde sairão recursos para comprar novos títulos do Tesouro? Não temos a resposta. Certeza, nesse ponto, só uma: essa dinâmica é insustentável.

Já vimos esse círculo vicioso, de triste memória, em movimento antes. Pibinho, década perdida, desemprego recorde, etc. O futuro do país do futuro parece nunca chegar.

O BC tornou-se triplamente refém:

- de si mesmo, atrás da inatingível meta de inflação por ele mesmo determinada;
- do mercado, de ancorar expectativas de inflação e manter as curvas de juros nos níveis atuais ou incliná-las para baixo; e
- do governo, que nada fez para melhorar as contas públicas — pelo contrário: criou ministérios desnecessários para acomodar cargos políticos e até o momento não explicou como vai reverter um déficit primário estimado em ao menos R\$ 200 bilhões neste ano sem aumentar impostos, sem reformas (econômica e administrativa) e privatização.

Já ficou claro que há limite para o que o BC pode fazer contra a inflação atual. No Brasil e no Ocidente, as altas de preços derivam de efeitos da pandemia na economia global — notadamente a ruptura de cadeias logísticas, aumentos de frete, redução de produção (*lockdown*), injeção maciça de liquidez para estimular a demanda em momento de restrição de oferta. Ou seja: por toda parte BCs foram pródigos em aquecer a demanda, sem a devida oferta de produtos e serviços. Com o aumento de juros, a demanda foi freada, mas a oferta ainda não se normalizou. Pois bem, quem se aventura em investir para aumentar a oferta diante deste cenário? E como regularizar a oferta sem investimentos? Para aos senhores doutores dos BCs.

A política de juros do BC também nada (ou quase isso) pode contra a inércia inflacionária. Decompondo-se o IPCA de 2022, que ficou em 5,79%, quase metade (2,74%) veio dessa inércia: contratos de serviços principalmente associados a índices de inflação passada (aluguéis, serviços de concessionárias, seguros [incluindo saúde], medicamentos, educação, prestação continuada de serviços [TV a cabo, internet], etc.).

O BC também nada pode contra os preços das *commodities* — alimentos, combustíveis, petroquímicos, químicos e derivados, cadeia metalúrgica e mineral, etc.

Os juros atuam, a bem-dizer, mais no consumo de bens duráveis e semiduráveis, além de imóveis. Os resultados das empresas desses setores no ano passado foram sofríveis — demonstração de que não há inflação de demanda. Ademais, os custos financeiros são repassados nas vendas a prazo e incorporados aos custos de toda a cadeia de produção até o varejo, tudo desaguando no preço ao consumidor.

A boa notícia é que a queda do IGP-M, que corrige aluguéis e alguns serviços, impacta a inflação inercial. Com 0,05% em março, o indicador acumula alta de apenas 0,17% em 12 meses. Compare com março de 2022 e seus monstruosos 1,74% (variação mensal) e 14,77% (acumulado em 12 meses). Estava ainda pior em março de 2021: eram 2,94% (mensal) e 31,1% (12 meses).

Outro fator que contribuirá para redução da inflação é o petróleo. O preço do barril estava em US\$ 75,70 no mês passado. Um ano antes estava em US\$ 99,27 e em maio de 2022 bateu em US\$ 120,67. O preço do petróleo, como todos sabem, guia os preços dos combustíveis e os de uma série de subprodutos (petroquímicos, fertilizantes) e serviços, como custo logístico. Mesmo com a reoneração, o diesel segue imune até o fim deste ano, reduzindo custos de frete para o agronegócio (mas não só) e os de transporte público.

O que parece haver na postura do BC é uma disposição para uma queda de braço com o governo. Se não houver melhora nas contas públicas e uma redução de déficit a partir de medidas econômicas para conter gastos, a Selic não cairá (e o risco é mesmo de subir).

Logo abaixo está uma breve lista das demais “crises” (além da crise de juros) ainda existentes e que se combinam aqui e lá fora:

- **Pandemia** e seus reflexos ainda a atingir cadeias de produção;
- **Inflação elevada nos EUA e Europa**, com suas autoridades monetárias elevando juros e freando o crescimento — mesmo flertando com recessão (ainda que isso esteja menos provável);
- **China e os lockdowns** em várias grandes cidades no 4T22 devido à política de covid zero, com queda nos preços das commodities e no consumo chinês (mas isso vem mudando desde o mês passado);
- **Guerra entre Rússia e Ucrânia**, que vem escalando com mais recursos e armas chegando por intermédio da OTAN;
- **Quebra do Silicon Valley Bank** devido à alta das taxas de juros (carteira própria posicionada em títulos que se desvalorizaram) e crise de liquidez pelos rumores de insolvência da instituição. A crise estancou com o Fed decidindo garantir depósitos acima do limite de US\$ 250 mil pelo FDIC (similar ao FGC no Brasil). No dia 26 anunciou-se a venda do SVB ao First Citizens Bank, o que evitou que 2023 fosse um novo 2008;
- **Colapso do Credit Suisse**, derivado das exposições de US\$ 10 bilhões à britânica Greensill Capital Management (que quebrou em 2021) e de US\$ 5 bilhões ao fundo americano Archegos (no ano passado). Com apoio da FINMA (Autoridade Supervisora do Mercado Financeiro da Suíça, na sigla em inglês), o CS foi comprado pelo rival UBS pela “bagatela” de US\$ 3,23 bilhões. Evitou-se assim uma crise de confiança que, do sistema financeiro europeu, bateria no mundo todo;

- **Fraude contábil de R\$ 20 bilhões nas Americanas**, sentida no mercado de fundos de crédito, com desvalorização de debêntures (títulos corporativos) e fechamento para novas emissões;
- **Críticas do presidente Lula e de dirigentes do PT ao presidente do BC**, Roberto Campos Neto — sem, no entanto, apresentação de contrapartidas concretas para reduzir o déficit público e conter despesas;
- **Arcabouço Fiscal do ministro Haddad**, com metas de resultado primário (exclui o custo da dívida pública), de déficit de 0,5% do PIB em 2023 (bandas de 0,25% para cima e para baixo do centro da meta), déficit zero em 2025 (mesmas bandas), e superávits de 0,50% em 2025 e 1% em 2026 (mesmas bandas) — tudo isso desacompanhado da explicação de como tais metas serão atingidas. O único ponto positivo (bem recebido pelo mercado após avaliação rasa) foi o reconhecimento da necessidade de se gerar superavit primário.

Ufa!

Na conjuntura internacional, diante de SVB, mais Credit Suisse, mais aumento de juros, podemos afirmar que, “entre mortos e feridos, salvaram-se todos”. O índice S&P500 subiu 3,5% em março e 7,03% no ano; o Nasdaq, 6,7% e 16,8%, respectivamente. O mercado americano, pelo visto, mesmo diante de tantas notícias negativas e conjuntura desafiadora, não se abalou tanto assim.

Por aqui, juros elevado e seus efeitos negativos, caso Americanas e impacto no mercado de crédito privado, e arcabouço fiscal desidratado resultaram em um mercado financeiro menos colorido: o IBOV caiu 2,9% em março e 7,2% no ano.

Pois bem: tendo olhado no retrovisor, vamos, ponto a ponto, repassar a lista acima — agora, olhando para frente:

- **Pandemia** perdendo força: vacinação, cepas menos agressivas e imunização de rebanho vêm agindo. As cadeias de produção afetadas tendem a se normalizar, depois de pouco mais de 3 anos;
- **Inflação elevada nos EUA e Europa** tende a cair, especialmente pela queda nos custos de combustíveis, gás e energia, além dos efeitos dos juros em alta e da gradativa normalização das cadeias de produção em todo o planeta;
- **China e os lockdowns**: medidas de relaxamento foram adotadas desde o fim de 2022, com a economia voltando a crescer. Vários bancos dos EUA reviram suas estimativas de crescimento para o país asiático para um intervalo de 5,5% a 5,8% (o próprio governo chinês espera 5%);
- **Guerra entre Rússia e Ucrânia** deve prosseguir, mas tem feito caírem as expectativas de alta no preço do petróleo. Isso leva a esperar uma menor inflação global e tem favorecido China e Índia, que vêm comprando petróleo abaixo das cotações internacionais. A Rússia vem fortalecendo suas relações diplomáticas e comerciais com a China e países da OPEP, que em conjunto decidiram cortar a produção para sustentar os preços. O Brasil, lembremos, é um dos Brics (importante bloco econômico alternativo às principais economias ocidentais, e que inclui ainda a África do Sul) e poderá ser favorecido nas relações comerciais com os integrantes;
- **Quebra do Silicon Valley Bank** foi devidamente equacionada. Serviu de alerta ao Fed sobre os efeitos negativos no sistema financeiro, notadamente quanto a bancos regionais e de menor porte;

- **Colapso do Credit Suisse** foi rapidamente solucionado, servindo de alerta às autoridades monetárias e de fiscalização do sistema financeira quanto à vulnerabilidade do sistema bancário europeu. Também foi bom para que se abrissem os olhos para a necessidade de se ter medidas preventivas — e não corretivas, mais caras e que causam prejuízos generalizados e de difícil reversão;

- **Fraude contábil de R\$ 20 bilhões na Americanas:** serviu de alerta para auditores, investidores e mercado para que se melhore o detalhamento nos demonstrativos financeiros. A CVM vem investigando responsabilidades, e o grupo de acionistas de referência (que compõem o 3G) tem discutido como capitalizar a empresa e equacionar as dívidas. Ainda assim, esperam-se prejuízos para credores, investidores e fornecedores. O mercado de crédito privado, que sofreu um abalo, tende a se normalizar após uma redução nos resgates nos fundos de crédito. O mercado de capitais (emissão de dívida privada e IPOs), no entanto, segue prejudicado e paralisado;

- **Críticas do presidente Lula e de dirigentes do PT ao presidente do BC** prejudicaram expectativas do mercado financeiro; espera-se que sejam trocadas por um diálogo construtivo entre área econômica do governo e autoridades do BC, e por ações efetivas em nome de crescimento econômico e menos inflação;

- **Arcabouço fiscal do ministro Haddad:** deixou todos em *stand by*, à espera das medidas efetivas que deverão ser negociadas e aprovadas pelo Congresso, e não de uma mera carta de intenções.

Destacamos ainda a atuação de Arthur Lira à frente da Câmara dos Deputados: ele tem sido mais duro nos temas econômicos, o que de certa forma engessa medidas políticas que eventualmente piorem as contas públicas e dificultem as quedas de inflação e juros. Parlamentares insatisfeitos com a distribuição de cargos e ministérios tendem a fortalecer a oposição ao governo.

Bem, com todo o exposto, acreditamos que, em algum momento, nossa bolsa consiga seguir os passos das norte-americanas, com apoio de fluxo estrangeiro. O último pico do IBOV foi o de 4 de abril de 2022, com seus 121.569 pontos. O que significa que é preciso subir, partindo de hoje, 19,3% para igualar. No caso do índice SMLL (*small cap*), o pico de 12 meses (2.559 pontos) também ocorreu em 4 de abril do ano passado. Voltar a isso demandará uma alta de 40,8%.

Quando a volta a esses picos acontecer é, claro, impossível dizer. Elencamos a seguir, no entanto, alguns fatores que poderão determinar o início e a sustentação da reversão de expectativas do IBOV:

- Inflação melhor que o esperado e queda progressiva: vide IGP-M, desaquecimento da economia e valorização de 4,2% do real neste ano. São sinais que o BC terá como reduzir os juros;

- China e economia aquecida pós-*lockdowns* e Ano Novo Chinês: isso favorece os preços das *commodities* (e economias como a brasileira dependem delas fortemente);

- BCE e Fed (entre outros BCs) mais tranquilos em relação à continuidade do aumento de juros, com o cenário de inflação melhorando (fora o risco de recessão e o possível impacto que teriam em bancos já fragilizados);

- Menos aversão dos investidores globais ao risco e maior apetite por mercados emergentes, em particular aos mais relacionados a *commodities* (como o Brasil); e
- Ações efetivas de governo e Congresso para alcançar as metas de déficit primário apresentadas pelo ministro Fernando Haddad.

Tudo isso nos leva ao título escolhido para a Resenha deste mês. Crises e oportunidades guardam uma semelhança: aquelas vêm e vão; estas se abrem e se fecham. Há uma sincronia entre esses dois movimentos: as janelas de oportunidade costumam se abrir quando as crises vêm. Ver crises como oportunidades é escolha de cada um. Como os navegantes bem sabem, após as tempestades vêm as calmarias. Quem está dentro de uma tempestade pode não ver muito bem o que virá a seguir, o olhar pode se voltar à mera sobrevivência imediata. Mas a tempestade não dura para sempre: negligenciar escolhas que continuem tendo valor depois dela pode fazer toda a diferença.

Na seção de Desempenho dos Fundos, mostraremos os resultados anuais das empresas investidas nos últimos 4 anos. Elas, como todos sabemos, enfrentaram inúmeras tempestades, e mesmo assim se saíram muito bem e estão em condições muito melhores do que antes. O mercado, que age como se a tempestade jamais vá terminar, não as precifica como seria o caso.

Conjuntura Internacional

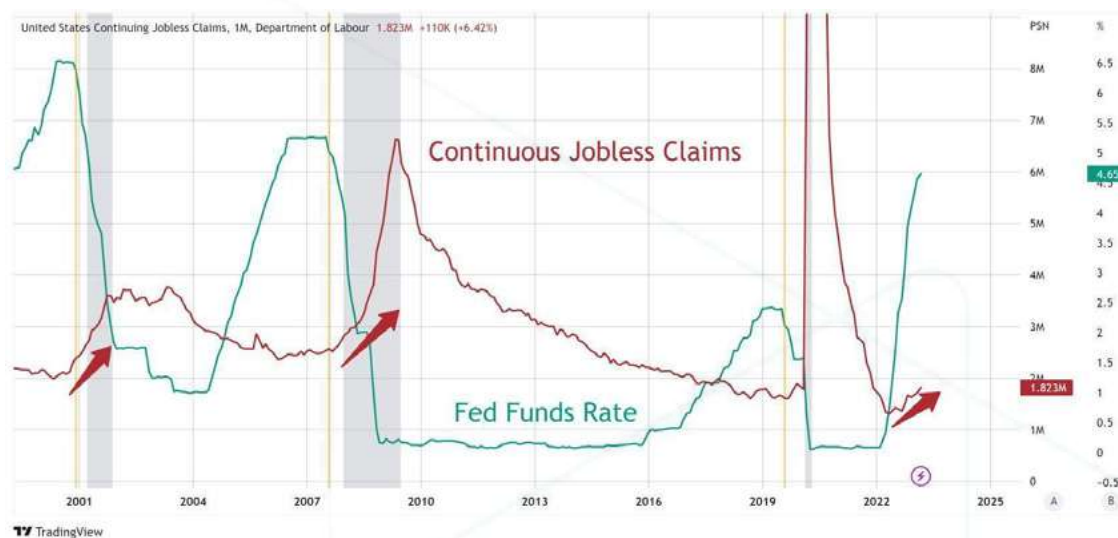
O ciclo de alta de juros nos Estados Unidos continua, na tentativa de reduzir a inflação. Apesar dos problemas com bancos regionais, o presidente do Fed, Jerome Powell, não relaxou o discurso (como o mercado espetava) e uma vez elevou a taxa em março. E é grande a chance de um novo aumento vir por aí, na reunião do FOMC (equivalente ao nosso Copom deles) de 2 e 3 de maio.

Olhando a curva a termo de juros (praticada pelo mercado) nos EUA, o mercado já entende que não há como o patamar atual ser mantido por muito mais tempo. Desde a quebra do Silicon Valley Bank, o *yield* (rendimento dos títulos do Tesouro) de 2 anos já caiu 1,3 ponto percentual; o de 5 anos caiu 1 p.p.; e o de 10 anos; 0,7 p.p. Quem olha as expectativas de uma recessão por lá também vê um aumento considerável nesse risco.

Apesar da geração de empregos positiva no país, o relatório do DoL (Secretaria do Trabalho, na sigla em inglês) mostra indicações preocupantes. Embora o documento mostre maior participação da força de trabalho, que reverteu a tendência de queda e vem subindo (o que é excelente para a inflação), há sinais mistos da força da economia americana frente aos seguidos aumentos de juros. Está claro que o fim do ciclo de alta está próximo; o que resta saber é se o Fed começará um ciclo de redução de juro logo em seguida, ou se sustentará esse patamar por mais tempo.

Historicamente, não é positivo para a bolsa mudança de direção súbita por parte do Fed: pode indicar fragilidade na economia e queda nos lucros das empresas. Aguardemos as cenas dos próximos capítulos.

O gráfico abaixo é interessante, porque mostra como as taxas de juros do Fed seguem direção contrária à do mercado de trabalho. A seta vermelha dos pedidos de auxílio-desemprego apontando para cima antecipa uma queda de juros. Esse *script* se repetirá? China voltando a crescer e EUA invertendo o movimento de elevação nos juros seriam dois eventos positivos para o nosso mercado (como já vem sendo antecipado pelas bolsas na terra do Tio Sam).



Sobre o balanço do Fed, houve considerável reversão no aperto monetário resultante da aplicação, nos últimos meses, do *Quantitative Tightening* – reflexo dos empréstimos provisórios de liquidez fornecidos durante a crise bancária. Muitos chamam isso de outro QE (*Quantitative Easing*), ou seja, o aumento do volume de moeda em circulação — fenômeno que deve ser provisório e logo revertido, à medida que bancos devolvem reservas provisórias ao Fed. O processo de venda de títulos do governo segue, de forma que a postura do BC dos EUA continua a mesma. Num *nutshell*: sim, o cenário é confuso, os sinais são contraditórios e o clima de “barata voa” a cada novo indicador econômico ou fala de alguém do Fed vai continuar.

A China segue em recuperação. As vendas no setor imobiliário aumentam — com um “twist” cultural: são vendidas mais residências já prontas, ao invés de imóveis em construção. Esse dado dá certa confiança na retomada do setor imobiliário chinês: diversas pesquisas apontam que, de fato, a confiança no setor está voltando a uma população surpreendida com quedas nos preços e obras inacabadas. É interessante também o fenômeno de diferenciação da força econômica regional da China nesse movimento: as regiões mais focadas em exportação têm se recuperado mais lentamente que outras — porque recebendo mais apoio do governo e são mais dependentes de estatais, que estão sendo estimuladas.

Parte do mercado, no entanto, está desapontada, porque esperava uma recuperação chinesa mais rápida. Observando as *commodities* relacionadas a construção civil no país, alumínio e aço chineses apresentam estabilidade de preços desde o começo do ano e apontam para baixo desde a metade do mês passado — mas já se está distante do fundo de poço a que chegaram no começo de novembro do ano passado. Já o setor de serviços apresenta força considerável, com contratações aceleradas e forte PMI (Índice de Gerentes de Compras, na sigla em inglês — indicador largamente usado como antecedente de atividade econômica), que surpreendeu o mercado.

Sobre petróleo, o tipo Brent (referência para a Petrobras) teve alta considerável no mês, mesmo com temores de desaceleração da demanda global por conta do anúncio de corte de produção da OPEP. É muito relevante o movimento da Arábia Saudita, de se afastar dos EUA e se alinhar à Rússia — e mesmo se aproximar do Irã, eterno inimigo por questões religiosas. O príncipe Mohammed bin Salman mostra apreço cada vez menor por Joe Biden, e interesse cada vez maior nas receitas do petróleo. A

proximidade saudita de russos e iranianos é um duro golpe na política internacional do presidente dos EUA. Os norte-americanos viram seus militares saírem humilhados do Afeganistão em agosto de 2021 e agora veem vê Vladimir Putin e Xi Jinping se aproximando. A China vai perdendo cada vez mais a timidez de ir se acercando de Taiwan — no dia 13 de março já avisou que a reunificação com Taiwan é essencial para sua revitalização.



De volta ao petróleo: cortar produção é vantajoso para os produtores. Com uma oferta global menor em cerca de 2%, o preço subiu consideravelmente — mais de 5%, compensando a queda no volume e estabelecendo um “limite psicológico mínimo” de preço para o mercado, a partir do qual poderia haver mais cortes. O açúcar agradece: a ascensão do preço do petróleo favorece a gasolina e esta, o etanol — e por consequência, o açúcar. O adoçante segue num *rally* impressionante, com o contrato futuro negociado em Nova York cravando o maior patamar em mais de 10 anos — e isso no momento em que o clima favorece a produção canavieira no Brasil e o etanol é beneficiado pela reoneração da gasolina. O que era uma tempestade perfeita se reverteu, embora o distinto Sr. Mercado ainda não tenha percebido e continue a penalizar as ações de nossas investidas São Martinho e Jalles. Fica aqui nosso muito obrigado a ele pela gentileza de nos oferecer essas ações com queda de 35% e 30%, respectivamente em 12 meses.

Enquanto isso, os EUA seguem vendendo suas reservas estratégicas de petróleo, que já estão em menos da metade do que antes do começo das vendas pós-pandemia.

Em março, mesmo com os problemas dos bancos SVB e Credit Suisse, o S&P 500 teve alta de 3,5%, seguida da queda na curva de juro — o que animou ainda mais o setor de tecnologia, com a Nasdaq subindo quase 7% no mês.

Conjuntura Nacional

Estamos em um momento muito particular atualmente no mercado brasileiro. Diversas variáveis são importantes, sendo as principais a forma do marco fiscal, da reforma tributária e o impacto disso nos juros. O que está claro até agora é que a economia brasileira não aguenta muito mais tempo de juro real nesse patamar. Seja por queda considerável na demanda, seja por melhora fiscal, pressão política ou mudança nas metas de inflação, o juro real irá cair, ainda que tardiamente. De forma mais direta, a taxa

Selic cairá e/ou a inflação subirá em breve. Obviamente não é possível acertar o tempo exato em que isso irá ocorrer, mas pelo cenário econômico, esse fenômeno parece perto.

Um dos gatilhos que deverá afetar enormemente esse fenômeno de queda de juro real será a discussão do novo marco fiscal e da reforma tributária. Com o fiscal arrumado e a trajetória da dívida controlada, não faria mais sentido esse patamar de juro real. Sobre o tópico de arrecadação e gastos do governo, as declarações têm sido pouco claras. Ao mesmo tempo que Haddad repete que a intenção não é aumentar carga tributária e nem criar novos impostos, há balões de ensaio sobre tributação de empresas que apresentam superlucros e outras declarações confusas. Além disso, no próprio marco fiscal, não ficou claro como o governo atingirá a promessa de redução do déficit, já que não há promessa de redução de gastos.

Diante desse cenário, podemos apenas conjecturar, baseado no histórico do governo até agora e nas informações destoantes, sobre a forma como será conduzido o cenário fiscal. A maior probabilidade é que haja considerável aumento de carga tributária, focada principalmente em empresas com vantagens fiscais. Haverá também transferência de carga tributária intersetorial, com a indústria se beneficiando da redução de tributos, provenientes de aumento de tributação de serviços e agro.

Sobre o aumento da carga tributária, há diversas possibilidades na mesa, sendo os mais prováveis (e ventilados pelo governo) sendo: taxaço de empresas com transações em paraísos fiscais, seja subsidiária de exportação ou matriz, taxaço de e-commerce chinês, taxaço de jogos, taxaço de dividendos, fundos exclusivos e utilização dos incentivos do ICMS na base de cálculo do IR.

Cada uma dessas medidas tem impactos variados em uma gama de empresas listadas. Também há consequências importantes em dinâmicas setoriais. Um dos fatores mais importantes nesse momento é entender se as empresas da carteira possuem capacidade de repassar o tributo para o cliente, de forma a neutralizar o aumento de imposto. De forma geral, nos serviços é esperado que o repasse fique entre 5 e 10% caso o IVA seja de 15%, o que pode ser difícil para diversas empresas no cabo de guerra com o cliente. Da mesma forma, haverá redução de impostos para a indústria de forma geral e a batalha nesse caso é de manter todo o ganho para si. A taxaço do e-commerce chinês deve trazer uma dinâmica mais positiva para a indústria e varejo que concorre com produtos chineses. Um bom exemplo nas nossas empresas é a linha de produtos de Casa Inteligente da Positivo, que concorre fortemente com diversos produtos chineses, principalmente nos segmentos de ticket mais alto.

Sobre a estrutura do marco fiscal, é importante realizar a observação que a sua estrutura implica em benefício fiscal para uma inflação mais alta. Se a inflação é alta, mesmo que o PIB não cresça muito, a tendência é que a arrecadação aumente e, como o marco prevê que a despesa cresça até 70% da receita, as contas vão se ajustando. É claro que no cenário fiscal atual, esse ajuste por meio da inflação demoraria algum tempo, tempo esse que a economia não tem dado o patamar de juro real. Atualmente o custo de crédito no Brasil chegou a quase 22% pela métrica do Banco Central (estava em 16% em janeiro de 2021), patamar similar ao auge da crise da presidente Dilma em 2016.

Agora, adicionaremos a variável política. Há pouco apetite para aumento de carga tributária no Congresso. Lula também não testou de forma firme sua base de apoio. Esses dois fatores põem em questão sua capacidade de aprovar um grande aumento de carga tributária. Apesar disso, há menos apetite ainda para corte de gastos, ficando a grande dúvida da conclusão desse debate. Um aumento de carga tributária considerável, mas não tão grande como o inicialmente previsto, combinado a um

compromisso, mesmo que pequeno, de controle de gastos, associado a cortes na Selic no segundo semestre, parecem ser a conclusão mais provável e, talvez mais otimista, desse cenário. A questão da mudança das metas de inflação permanece em aberto, mas faria sentido ser combinada a todas essas medidas também, dado o contexto.

É importante mencionar que a subvenção do ICMS na base de cálculo do IR/CSLL em boa parte das indústrias é feita na forma de investimento de fato e não de custeio, como fazem boa parte das empresas de varejo. Dessa forma, teremos um impacto muito menor no setor comparativamente ao varejo. Novamente é importante considerar o poder de repasse das empresas listadas, que no geral são grandes empresas e as principais da economia brasileira.

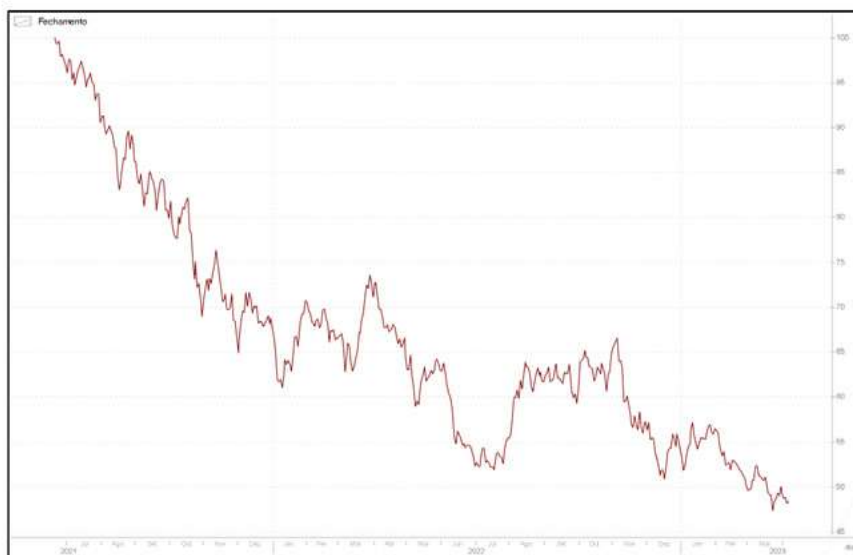
A desaceleração continua: a criação de empregos segue positiva, mas na descendente o CAGED prevê para este ano a criação de 800 mil vagas — contra 2 milhões de 2022. Em fevereiro, foram abertos 242 mil postos formais de trabalho. A taxa de desemprego atingiu 8,6% em fevereiro (8,3% com ajuste sazonal), patamar parecido com a média de 2011. No mesmo mês, o ganho real de salários, que vinha na ascendente, em fevereiro fez uma pausa.

O dólar segue em queda (-R\$ 0,17 no mês) e a inflação controlada (que seria de se esperar, visto o Brasil disputar o posto de campeão mundial de juro real).

Já a bolsa é oportuna considerar sob a perspectiva do momento em que vivemos. Em termos reais (corrigido pelo IPCA), o índice SMLL caiu mais de 50% desde seu teto, em junho de 2021. Ou seja, só para voltar ao ponto em que estava há pouco menos de dois anos, será preciso subir nada menos que 100%. Missão impossível? Nem tanto: a base em 2021 não era nada espetacular — a pandemia ainda corroía o ambiente econômico.

Small Cap
Diário de 21/06/2021 até 06/04/2023

Economatico



A destruição causada pelo ciclo de aumento de juros é incalculável. Em Resenha anterior, durante a pandemia, comentamos o fenômeno da “desigualdade corporativa”. Algumas empresas listadas, mesmo *Small/Micro Caps*, via de regra estão entre ou são líderes do segmento, têm acesso facilitado a capital e muito mais margem de manobra para navegar o atual cenário. De fato, muitas ganharam *market share* à

época, se consolidaram nos seus setores e continuam com uma dinâmica competitiva favorável (muitas concorrentes talvez mal consigam sobreviver). Empresas que seguem investindo, ganhando *market share* e crescendo, mesmo num cenário como este, colherão os frutos quando os juros normalizarem.

É um fenômeno cíclico, que deverá ser amplificado pelo aumento da desigualdade corporativa, especialmente na pandemia. Mas é importante que a empresa esteja bem capitalizada e solvente até a virada de ciclo acontecer — o que não deve ser o caso de muitas empresas listadas na bolsa, em particular as que se deslumbraram com recursos de IPOs, ou que imaginaram que os juros se perpetuariam embaixo. Alavancadas e desesperadas por capital, muitas deverão ficar pelo caminho. O “braço amigo” do mercado de capitais desta vez não será suporte. O dos bancos, então...

De maneira geral, boa parte das empresas (listadas ou não) deverão sofrer neste 1º semestre: resultados abalados e cotações em queda são de se esperar. O que o mercado pode não enxergar é que empresas que permanecem lucrativas (seja qual for o tamanho do lucro) na verdade, estão ganhando espaço para aproveitarem a reversão de ciclo, que virá. Nós, como investidores de longo prazo, seguimos monitorando fundamentos e olhando à frente, preparados quando a virada vier.

Um bom exemplo é a Simpar, que segue crescendo, ganhando escala e competitividade frente a seus pares. O trabalho da JSL Logística como consolidadora de setor está cada vez mais acelerado, justamente porque seus competidores sofreram com aumento de custos e baixo acesso a crédito. Apesar disso, não vemos de forma tão clara essa dinâmica na última linha dos demonstrativos de resultados (lucro líquido), por conta do alto custo de capital e dos intervalos temporais entre investimento e retorno (efeito também amplificado pelo alto custo de capital). Quando o juro real cair, veremos de fato o fruto desse trabalho durante o período difícil. Mas o mercado não entende isso, e precifica os ativos como se a conjuntura fosse perpétua. Ouve o canto das sereias (taxa SELIC), sem questionar a qualidade do devedor de quase R\$ 6 trilhões. Como Ulisses, na Odisseia, preferimos nos amarrar ao mastro, obrigado.



Outra espécie de empresa, cada vez mais rara na bolsa, são as de lucro líquido em expansão. Na grande maioria, também tiveram seu valor contaminado pela forte saída de investidores institucionais e individuais da renda variável (dominados pela sereia SELIC). Escolhendo da forma correta, essas empresas poderão multiplicar capital e até liderar o começo do ciclo positivo. Boa parte das componentes de nossa carteira são desse tipo. São empresas realmente especiais, mesmo entre as listadas, que já participam de um grupo seletivo. Elas conseguem, ao mesmo tempo, expandir participação

no mercado, gerar caixa, reinvestir no negócio e pagar dividendos, com lucratividade cada vez melhor (o que demonstraremos adiante).

Nossa estratégia permanece a mesma: proteger o capital com empresas preferencialmente não tão ligadas ao ciclo doméstico de demanda, com balanço forte e vantagens competitivas claras, que implicam em criação de valor para o acionista com retorno sobre o capital investido — princípio básico do EVA. Muitas queridas do mercado trabalham para os bancos, usando seu fluxo de caixa para pagar juros. Ficamos com as que pagam dividendos.

Taxar exportações do agronegócio está fora de cogitação no Congresso, com sua forte bancada ruralista. Também não se vê interferência nos subsídios à Sudene e à Zona Franca de Manaus. Quanto ao dólar, resta ver como os estrangeiros avaliarão o novo arcabouço fiscal e os rumos da economia — notadamente a dinâmica da dívida pública e perspectivas de alta do PIB.

Com a bolsa recheada de empresas com múltiplos cada vez mais atraentes, a oportunidade de acumular ganhos nesse momento é sem precedentes. Caro leitor, é você, e só você, quem decide.

Desempenho dos Fundos — Março de 2023

A pandemia completou 3 anos em 11 de março. *Lockdowns* e medidas restritivas paralisaram a economia, aqui e lá fora. Foram, a bem-dizer, três anos em crise — ou melhor, de várias “minicrises”, como as citadas no começo desta resenha, e em particular no último trimestre (com ênfase em março). Várias das incertezas atuais derivam da pandemia — que fez BCs no mundo todo injetarem estímulos e baixarem juros abruptamente, para não deixar suas economias arrefecerem.

Hoje vemos que erraram na dose. É fácil agora apontar dedos e distribuir culpas — mas há três anos, num mundo ainda sem vacina, a perspectiva era bem outra. Ficar em casa era o mantra. Mas, de casa, como produzir? Pior, como consumir sem produção? Estamos vivendo os desdobramentos — ruptura das cadeias de produção e inflação indomável. Que fique claro que, por mais que esteja claro que houve erro na dose, essa clareza está aí hoje; há três anos, claras estavam outras coisas. É como nas tragédias gregas: o Coro conhece o Destino, mas seus membros não são humanos; nós, que somos, não temos como enxergá-lo.

Mesmo com toda essa turbulência, nossas empresas investidas prosperaram neste ambiente incerto e entregaram excelentes retornos a seus acionistas. Apenas a título de reforço, buscamos empresas: bem-posicionadas em nichos específicos; com exposição ao dólar; boa gestão; bons dividendos; descontadas através da metodologia EVA; e sustentáveis.

Nossos leitores e espectadores *frequent flyers* que nos perdoem a eventual repetição — mas é preciso que se enfatize: essa busca pode parecer simples e fácil de replicar — e mesmo assim pouquíssimos investidores e *players* do mercado a fazem. Distrações e estímulos para girar a carteira estão em toda parte, basta abrir o jornal. O *sell-side* muda recomendações a cada semana e a cada mês. Como se, a todo instante, as empresas fizessem transformações radicais em si mesmas. *Youtubers* e influenciadores descubrem novas oportunidades como quem troca de camisa (para usar uma comparação branda).

Nas três tabelas a seguir, o leitor pode ver que **todas as investidas do nosso TOP 10 entregaram um CAGR (Crescimento Anual Composto, na sigla em inglês) de receita de pelo menos 27% desde 2018.** Há

consistência nas nossas investidas — um sincronismo quase perfeito; a que menos cresceu teve 27% ao ano; a que mais cresceu ficou em 43% (ao ano), representando um baixíssimo desvio-padrão. Quando olhamos EBITDA (indicador querido pelo mercado, mas a nosso ver enganador e ao qual damos pouco peso) e lucro líquido, vemos que o crescimento foi exponencial, fruto de ganhos de escala e margens melhores.

Observação: das 10 principais investidas, apenas São Martinho, Riosulense e Unipar tiveram quedas de lucro em 2022, mas nas duas últimas houve efeitos não-recorrentes em 2021, que poluíram a base comparativa. Já a São Martinho sofreu uma “tempestade perfeita” na safra passada, com problemas climáticos e desoneração de combustíveis; mas a situação se reverteu completamente e o cenário hoje é outro — e melhor — que o anterior à tempestade (mas quem nos acompanha já nos leu afirmando isso).

Receita Líquida	2018	2019	2020	2021	2022
Ferbasa (1)	1.310	1.186	1.539	2.296	3.042
Irani	799	899	1.030	1.606	1.687
Kepler Weber	576	584	671	1.226	1.815
Metal Leve	2.592	2.526	2.403	3.615	4.224
Positivo	1.891	1.915	2.192	3.366	4.993
Riosulense	145	168	195	323	394
São Martinho (2)	3.382	3.702	4.322	5.765	6.313
Schulz	947	1.060	1.051	1.706	2.093
Tupy	4.828	5.164	4.258	7.083	10.178
Unipar	3.469	3.049	3.828	6.289	7.270
Total	19.939	20.252	21.490	33.274	42.008

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, ano se encerra em março-23

EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022
Ferbasa (1)	383	177	380	876	1.229
Irani	235	228	226	494	538
Kepler Weber	48	83	109	241	568
Metal Leve	467	441	296	726	845
Positivo	114	141	162	345	675
Riosulense	32	36	68	74	109
São Martinho (2)	1.645	1.857	2.188	3.142	3.209
Schulz	122	138	187	292	438
Tupy	677	700	605	878	1.268
Unipar	1.007	581	947	3.164	2.628
Total	4.729	4.381	5.167	10.232	11.507

CAGR Receita	2021-22	2018-22
Ferbasa (1)	32%	23%
Irani	5%	21%
Kepler Weber	48%	33%
Metal Leve	17%	13%
Positivo	48%	27%
Riosulense	22%	28%
São Martinho (2)	10%	17%
Schulz	23%	22%
Tupy	44%	20%
Unipar	16%	20%
Média	26%	23%

CAGR EBITDA	2021-22	2018-22
Ferbasa (1)	40%	43%
Irani	9%	35%
Kepler Weber	136%	89%
Metal Leve	16%	29%
Positivo	96%	62%
Riosulense	48%	45%
São Martinho (2)	2%	31%
Schulz	50%	46%
Tupy	44%	30%
Unipar	-17%	38%
Média	42%	45%

Lucro Líquido	2018	2019	2020	2021	2022
Ferbasa (1)	309	221	70	643	1.063
Irani	27	26	93	285	378
Kepler Weber	8	38	68	160	386
Metal Leve	292	259	125	496	571
Positivo	-1	21	196	203	306
Riosulense	12	17	-6	89	67
São Martinho (2)	314	639	927	1.481	1.089
Schulz	70	97	142	193	270
Tupy	272	279	-76	203	502
Unipar	547	172	370	2.004	1.334
Total	1.851	1.770	1.908	5.756	5.967

CAGR Lucro Líquido	2021-22	2018-22
Ferbasa (1)	65%	36%
Irani	33%	93%
Kepler Weber	141%	161%
Metal Leve	15%	18%
Positivo	51%	N.A.
Riosulense	-25%	54%
São Martinho (2)	-26%	36%
Schulz	40%	40%
Tupy	147%	17%
Unipar	-33%	25%
Média	68%	53%

As outras duas tabelas reforçam a solidez das nossas teses aos olhos do mercado: apesar de ignoradas no curto-prazo, entregaram nos últimos 4 anos retorno que mostra que em algum momento essas distorções são corrigidas. Mesmo com várias das investidas valorizando acima de 200% em 5 anos (nossa “tímida” Riosulense teve 1.192% de retorno), ao olhar os múltiplos EV/EBITDA e P/L, estes se encontram nas mínimas históricas. Observem que praticamente todas as investidas superaram os principais *benchmarks* e o dólar (que valorizou 51% no período, ajudando nossas investidas expostas à moeda forte). Quem nos acompanha sabe que o dólar é nossa primeira tela de proteção para crises locais e internacionais — é o *hedge* dos *hedges*.

Empresas alavancadas tendem a amargar duplamente nesses momentos: nos seus resultados (além do risco creditício) e na fuga de investidores, que fogem como o demônio foge da cruz.

Das nossas dez principais investidas, cinco têm caixa líquido e nas que têm Dívida líquida/EBITDA, isso não passa de 1,6x — casos de Positivo e Tupy: a primeira, em razão dos novos contratos corporativos e com instituições públicas, o que exige maior capital de giro pelo maior ciclo de conversão de ativos; a segunda, pelas compras de Teksid e MWM num intervalo de 14 meses, ainda sem gerar todas as sinergias possíveis. Mas tais aquisições levaram a Tupy a dobrar de tamanho, sem qualquer preocupação ou risco quanto à sua alavancagem financeira.

Em razão da baixa alavancagem e da sólida geração de caixa, o *dividend yield* tem sido muito interessante, e tem proporcionado à Trígono reforço no caixa dos fundos neste momento. Reforço que será reaplicado nas empresas. Para fazer a bola de neve crescer.

dez/22	Dívida Líq. (BRL mi)	DL/EBITDA	Capitaliz. (BRL mi)	EV (BRL mi)	EV/EBITDA	P/L	TIR 5 Anos	2018-23	YTD - 2023
Ferbasa (1)	-1.010	-0,8	4.667	3.657	3,0	4,4	21%	244%	-0,4%
Irani	743	1,1	2.145	2.959	4,3	5,7	40%	443%	9,7%
Kepler	-171	-0,3	1.544	1.373	2,6	4,0	48%	573%	-12,0%
Metal Leve	-91	-0,1	3.919	3.828	4,5	6,9	13%	90%	2,2%
Positivo	1.105	1,6	1.044	2.142	3,2	3,4	19%	134%	-17,9%
Riosulense	-30	-0,3	409	380	3,5	6,1	78%	1192%	-4,9%
São Martinho (2)	3.979	1,2	9.581	13.560	4,2	8,8	15%	93%	18,9%
Schulz	186	0,4	1.550	1.722	3,9	5,7	31%	326%	-8,2%
Tupy	1.997	1,6	3.504	5.501	4,3	7,0	11%	67%	-10,2%
Unipar	-22	0,0	7.099	7.190	2,7	5,3	43%	507%	-18,4%
Média	-	0,6	3.546,2	4.617,2	3,6	5,7	32%	367%	-4%

Empresa	YIELD UDM	Índices	TIR 5 anos 2018-2023	
Ferbasa (1)	11,5%	IBOV	3,8%	20,8%
Irani	10,5%	SMLL	1,3%	6,9%
Kepler	13,0%	IDIV	9,2%	55,5%
Metal Leve	20,6%	IEE	12,8%	82,3%
Positivo	3,7%	CDI	6,7%	38,3%
Riosulense	2,8%	USD	8,6%	51,3%
São Martinho (2)	2,6%			
Schulz	5,0%			
Tupy	2,5%			
Unipar	16%			
Média	9%			

(1) não consolidado

(2) Ano Fiscal diferente, ano se encerra em março-23

Como vimos, as investidas passaram pelos últimos 4 anos com forte crescimento mesmo com as inúmeras incertezas e desafios. Mas e agora? Como elas vão se comportar?

É natural algumas deixarem a desejar em algum trimestre ou ano. Faz parte. Mas o conjunto de indícios para crer que nossas empresas terão nos próximos 3 ou 5 anos um período de excelentes resultados é grande. Se lembrarmos do título da Resenha, **crise ou oportunidade?** A resposta é inequívoca: **oportunidade.**

A seguir, comentamos os principais *drivers* e pontos de atenção (eventuais riscos) das TOP 10:

Ferbasa (FESA4): um dos principais *drivers* é a recuperação do preço do FeCr, que já avançou 15,4% a partir de abril e tem ganhado tração com a gravíssima crise energética da África do Sul (maior exportador do insumo e de minério de cromo do mundo, que tem na China seu principal cliente). O país viu um aumento de 18% nos preços da energia neste mês para abril de 2024 já está contratada uma alta de 12%. A indústria eletrointensiva sofrerá, com risco crescente de ruptura social — alimentada ainda por uma taxa de desemprego em 35%.

O fim das medidas restritivas adotadas pela China, levando à produção de mais aço inox e aço carbono (que utiliza FeSi75% como agente desoxidante e elemento de liga), pode sustentar os preços da liga de silício (embora menos importante para o tipo HP, usado em eficiência energética ao invés de siderurgia). No fim do ano passado, a Ferbasa ampliou em 20 mil toneladas a capacidade de FeSi75% HP (Alta Pureza), já representando 70% do total do FeSi75, elevando o valor agregado do mix de produtos — deixando-o menos “commoditizado”, como é o caso do produto standard.

Inúmeros eventos nos próximos anos ajudariam a destravar valor para a empresa. Por exemplo: uma negociação (em andamento) da BW Guirapá com a AES Brasil, que poderia levar à venda daquela, ou a uma troca de ações com outro parque eólico que teria energia disponível desde já (a Ferbasa só usaria a energia da BW a partir de 2032) para ajudar na saída do horário de ponta. Este, aliás, é um dinossauro regulatório que não faz mais sentido devido às sobras de energia. A Ferbasa é obrigada a parar seus fornos entre 18h e 21h de segunda a sexta, perdendo entre 10% e 12% de sua capacidade efetiva.

Um acordo com a CHESF no mercado livre de energia também não pode ser descartado: viria substituir o contrato de 2017, de 15 anos no ambiente regulado. A Ferbasa se livraria, assim, do ambiente regulado que onera os custos tributários e encargos regulatórios. Outros projetos, como a compra de uma mina

de carvão na Colômbia, a deixaria ainda mais verticalizada e com custos controlados, evitando sofrer com as fortes oscilações do coque metalúrgico, como vem ocorrendo nos últimos anos.

Vemos também a normalização gradativa dos custos da mineração (após o *pushback* da mina, após as dificuldades impostas pelos primeiros anos da pandemia em obter equipamentos, insumos e mesmo restrições a recursos humanos) e dos biorredutores. A unidade florestal da Ferbasa sofreu com as chuvas, deixando a madeira úmida. Para operar na máxima capacidade, no entanto, foi preciso comprar biorredutores de terceiros — que custam mais que o dobro (1,7x o custo da Ferbasa). Por fim, novos investimentos da Aperam no Brasil (da qual a Ferbasa é a principal fornecedora) podem forçar um aumento de capacidade na companhia, visto que aumentaria a demanda firme.

O mercado de FeSi75% é um ponto de atenção: com a atuação irregular da China no mercado de silício, e o risco não de todo afastado de uma volta das medidas restritivas do país contra a covid-19, não temos tanta visibilidade do que pode vir por aí. Mas não descartamos uma valorização expressiva do real frente ao dólar. Achamos isso pouco provável, mas, se ocorresse, seria negativo, uma vez que 100% da receita está dolarizada.

Outro ponto é o desconhecimento do mercado frente ao negócio da Ferbasa, relacionado ao mercado de minério de ferro e à siderurgia. Pode trazer volatilidade para as ações.

Irani (RANI3): Muito confundida pelo mercado como uma empresa de *commodities*, a Irani não tem exposição aos preços da celulose. Focada em papéis e embalagens, seu ponto forte é a customização do produto, que agrega valor e leva uma resposta rápida ao cliente (e a preços praticados). Tendências como substituição do plástico, *e-commerce* e *delivery* elevam a demanda por embalagens (vendas em ambiente online usam 7 vezes mais embalagens que o varejo tradicional). A planta de Santa Catarina fica estrategicamente perto de vários frigoríficos de frango e suínos (como BRF e Aurora), que demandam caixas de papelão. Mais de 70% das receitas estão ligadas ao setor de alimentos (o que traz mais resiliência).

Além disso, a empresa está entrando na fase final de investimentos do Projeto Gaia (a expectativa é de conclusão neste ano), que vai reduzir custos e ampliar a eficiência. O grande salto será com a caldeira de recuperação, que tornará a empresa autossuficiente em energia (que, por sua vez, deve adicionar 8 pontos percentuais à margem EBITDA — tudo mais se mantendo como está). No fim de 2022, o Gaia entregou a expansão de 30% na Máquina de Papel II em Santa Catarina, que produz papéis flexíveis (padarias fazem muito uso deste tipo de embalagem, por exemplo), melhorando o mix de produtos e as margens. A Irani é excelente pagadora de dividendos — 50% dos lucros se tornam proventos, caso o endividamento fique abaixo de 2,5x o EBITDA — em 2022 a alavancagem estava em 1,1x EBITDA e o *dividend yield* totalizou 10,5%.

Quanto aos pontos de atenção, o grande risco seria uma recessão mais acentuada: seguindo a queda do consumo, a oferta de aparas cairia; mais escassas, ficariam mais caras — e isso reduziria a demanda por seus produtos. Mas isso só ocorreria em um cenário de bastante estresse (como em 2015/16). Por outro lado, a exposição a setores resilientes traz tranquilidade. Casos de gripe aviária nos países vizinhos preocupam um pouco: se a doença se alastrar aqui, exportações de frigoríficos (que são grandes clientes) poderiam sofrer impactos pontuais. Mas isso também poderia abrir ao Brasil mercados atendidos por países que enfrentem esse problema sanitário — e isso demandaria mais embalagens. O nome do jogo (e da Resenha) é Oportunidade.

Kepler Weber (KEPL3): Novo recorde de produção de grãos vem aí, segundo a última estimativa da CONAB serão 310 milhões de toneladas. Vai ficar ainda maior, portanto, o déficit de armazenagem — já perto de 120 milhões de toneladas. Vítima do próprio sucesso: uma produção desse tamanho tem gerado problemas em regiões do Brasil onde produtores têm de armazenar grãos a céu aberto. As dificuldades de armazenamento levam ainda a filas de 72 horas de espera de caminhoneiros, complicando o escoamento para o Porto de Paranaguá — onde o grão fica até 30 dias esperando para embarcar. Isso tudo se reflete no frete, que em fevereiro ficou 11% mais caro. Sem ter onde alocar, até cooperativas pararam de receber milho. Todos estes gargalos pesam no bolso do produtor — do pequeno, principalmente, mais sensível a juros e oscilações de preços.

Atualmente, a armazenagem dentro da fazenda é de 14%, contra 65% e 50% de produtores nos EUA e na Europa, respectivamente. Para a Abimaq, zerar esse déficit vai exigir R\$ 80 bilhões em investimento (isso, considerando que nossa produção de grãos fosse ficar de lado), ou um PCA (Plano de Construção e Ampliação de Armazéns) de R\$ 15 bilhões apenas para fazer a defasagem parar de crescer. Na safra passada, o PCA foi de R\$ 5,2 bilhões, mas os recursos não chegaram a sua totalidade na ponta para o produtor. O governo sabe desses gargalos. Esperamos que o PCA surpreenda; afinal, os mais penalizados são os pequenos produtores e o agronegócio — que responde por R\$ 1 de cada R\$ 4 do PIB.

Detentora de um dos maiores ROICs da bolsa (103% em 2022), a KW consegue elevar rápido sua capacidade produtiva — por exemplo: um 3º turno a elevaria em 25%. Em 2022, o CAPEX total foi de R\$ 56 milhões, e o EBITDA entregue passou de R\$ 580 milhões, resultando em excesso de caixa, *dividend yield* de 13% e até a recente abertura de um novo programa de recompra que pode chegar a 10% do total de ações.

Empenhada em aumentar receitas recorrentes e reduzir a sazonalidade ao estar exposta à venda de grandes obras, a empresa inaugurou dois novos centros de distribuição no ano passado — são 7 ao todo agora. Presente no país todo, a KW consegue atender com agilidade o produtor — e agilidade evita atrasos na colheita — o que por sua vez pode evitar grandes perdas. Nada menos que 70% dos clientes voltam a fazer negócios com a empresa. Para complementar a rede, no mês passado terminou a aquisição da Procer, que traz automação ao monitoramento e à operação das unidades de armazenagem: funções vitais, como controle de temperatura, umidade e outras agora podem ser feitas remotamente. Foram R\$ 50 milhões por 50% da Procer — que dobrou de tamanho no ano passado, entregando faturamento de R\$ 60 milhões e lucro líquido de R\$ 8 milhões. Nada mal para uma *startup*. E o potencial de crescimento e sinergias é enorme: outras oportunidades (elas de novo) de pequenos investimentos estão no radar.

A carteira de pedidos da companhia está em níveis históricos, e 2023, apesar dos desafios, será um bom ano, com mix de vendas mais voltado a grandes produtores, *tradings*, cooperativas e principalmente agroindústrias e portos. Não se pode perder de vista que 2022 é uma base comparativa muito elevada, e nosso mercado, na miopia curto-prazista que o caracteriza, pode não entender essa sazonalidade natural do negócio. O novo Plano Safra será fundamental para destravar todos os investimentos relacionados ao agronegócio.

Metal Leve (LEVE3): líder em seu segmento e ligada ao gigante grupo alemão Mahle, a empresa se beneficia de investimentos em P&D da controladora em seu centro tecnológico em Jundiaí (SP) conectado a outros 11 centros ao redor do mundo, o que permite o lançamento de produtos com tecnologia de ponta. Com isso, o CAPEX necessário é relativamente baixo no lançamento de produtos, o

que contribui para grandes distribuições de proventos (*yield* de 20% nos últimos 12 meses e *payout* de 100% em 5 dos últimos 6 anos). Toda essa sofisticação tecnológica favorece adição de valor e rentabilidade, ao entregar um ROIC de mais de 37% nos últimos dois anos, num ambiente de mercado desfavorável a montadoras.

Mesmo nesse cenário desafiador, a companhia dobrou seus lucros nos últimos 5 anos, graças a uma boa distribuição de receitas entre leves e pesados, montadoras, *aftermarket* e exportação. Destaque vai para o *aftermarket* doméstico, que cresceu 31% em 2022. O segmento tem margens melhores e se beneficia da tendência de envelhecimento da frota — quanto mais velha esta, maior a demanda por manutenção e reparos (principalmente de veículos comerciais).

Os fatores que levaram a bons resultados incluem ganhos de escala, repasse de preços e melhor mix de produtos (filtros principalmente). Antes, a Metal Leve atuava apenas como revendedora; agora, tem produção própria, com produtos novos e mais sofisticados.

Apesar da economia patinando, dados da FENABRAVE de 1T23 (ante 1T22) mostraram fortes dados de emplacamentos em praticamente todas as categorias: em veículos leves, o avanço foi de 15% (contra expectativas de 2% da Anfavea). Caminhões cresceram 2,6%, em razão do consumo dos estoques de Euro 5 (a partir de agora as montadoras poderão fabricar apenas Euro 6, com preços de 17% a 22% mais altos).

Pelo lado negativo, uma eventual recessão nos EUA, na Europa ou no Brasil poderia enfraquecer ainda mais esse mercado — mas aí a frota envelheceria ainda mais, o que fortaleceria o negócio do *aftermarket*, que funciona quase como um *hedge* natural. É importante monitorar a concorrência chinesa no mercado de reposição: os preços costumam ser baixos — e a qualidade também.

Positivo (POSI3): uma das poucas companhias de tecnologia expostas ao varejo que se safaram na safra de resultados do 4T22. A readequação do modelo de negócios feita nos últimos anos, para diversificar fontes de receitas, deu frutos. Mesmo com a lenta recuperação do varejo, afetado por juros, inflação e endividamento elevado das famílias, o *guidance* de receita bruta para 2023 gira em torno de R\$ 5,5 bilhões a R\$ 6,5 bilhões.

Para chegar a essa meta vão contribuir o segmento corporativo (maior demanda de HaaS, serviços tecnológicos e servidores), maquininhas de cartões (o fim da exclusividade com a Cielo abriu caminho para atender novas adquirentes) e contratos com instituições públicas. A Positivo abriu o ano com um *backlog* junto ao governo de R\$ 1,2 bi e outro R\$ 1,2 bi a ser reconhecido ao longo do 2S23 referente a urnas para as eleições de 2024. O *pipeline* de licitações das instituições públicas em janeiro ainda era bem robusto: R\$ 5,7 bilhões. Levando em conta que a Positivo participa de 50% dos contratos e tem taxa de sucesso de 50% nos quais participa, desse *pipeline* de leilões pode vir uma receita de R\$ 1,4 bilhão.

Riosulense (RSUL4): Com o menor valor de mercado entre nossas TOP-10 (R\$ 400 milhões), a companhia é um caso raro de *turnaround* bem-sucedido. A valorização de quase 1.200% de suas ações nos últimos 5 anos não veio à toa. Líder de mercado em reposição de camisas de cilindros, guias, tuchos de válvulas e outros, o cliente acha a Rio em mais de 4 mil pontos de vendas no país. O crescimento de mais de 20% nos últimos anos reflete investimentos em novos processos de fundição (mais de 80 ligas especiais de

ferro e aço) e investimentos em usinagem e ferramentais. Hoje, os protótipos são montados a partir de impressão 3D.

A limitação ao crescimento que havia até o ano passado será superada com a compra de um terreno adjacente à fábrica, em que será construída uma subestação de energia pela CELESC. A Riosulense usava o limite máximo de energia que a rede elétrica podia entregar a seu parque fabril; essa limitação a obrigava a ser criativa na escolha de produtos (privilegiando os de maior valor agregado) e no uso de máquinas mais eficientes.

Hoje, o mercado de máquinas agrícolas e exportação traz grandes oportunidades. A empresa entrou nesse segmento no ano passado, já faturando R\$ 7,5 milhões. Para 2023, a expectativa é de crescer 250%. Parece pouco, mas o potencial aí é gigantesco.

Aqui também, como na MML, a concorrência chinesa no *aftermarket* tem que estar no radar. A localização também: a fábrica, em Rio do Sul/SC, é longe de grandes polos e mercados consumidores, expondo-a a custos de frete e desafios de distribuição. Apesar disso, atualmente a margem líquida é superior a 17%, patamar bem elevado para uma indústria.

São Martinho (SMT03): atingida por uma “tempestade perfeita” na safra 22/23, a SM volta a sentir ventos a favor. O clima favorável para safra 23/24 trará ganhos de produtividade à companhia, que já chegou a moer 23 milhões de toneladas em uma única safra (na última, foram 20 milhões). A isto, soma-se a queda de 50% nos custos de fertilizantes e diesel, que bateram forte nas margens da última safra.

A reoneração dos combustíveis e uma possível alíquota fixa e uniforme de ICMS (de 18%) para todo o país pode levar a um reajuste de até R\$ 0,30 no litro do etanol, segundo estimativas de mercado. Mesmo com a reoneração, a São Martinho deve seguir exportando etanol com prêmio, mas em patamares bem menores: de 30%, pode-se chegar a 15%. O que, no entanto, continua excelente.

O aproveitamento da biomassa para produzir biometano poderá representar um “*game changer*” em descarbonização e custos (combustíveis e fertilizantes), uma vez que 70% destes estão no campo (especialmente o diesel). Pode vir daí também uma geração maior de CBIOS — e por falar nestes, há uma possibilidade de vender créditos de carbono no mercado internacional. Mais receita viria por aí.

A planta de etanol de milho, que demandou mais de R\$ 700 milhões de investimentos, estará em operação na safra 23/24. O momento é muito oportuno, com preços que cederam pela supersafra, por problemas logísticos para escoamento e falta de armazéns. Com a conclusão deste CAPEX e a sólida estrutura de capital (dívida líquida/EBITDA em 1,2x, mesmo diante de um ano desafiador), a companhia terá fôlego de sobra para pagar dividendos relevantes, quem sabe até abrir um programa de recompra de ações. Com a monetização dos estoques no trimestre que encerrou seu ano (12 meses em março de 2023), a alavancagem será ainda menor e o caixa, reforçado.

Há ainda a disputa tributária relativa à indenização do IAA: sendo isento de Imposto de Renda, pode-se converter mais de R\$ 1 bilhão de depósitos judiciais em caixa e lucro líquido adicional.

Mas o grande impacto positivo no curto e médio prazos virá do mercado de açúcar, sendo negociado a US\$ 0,2263 por libra-peso (um recorde). Por trás desse aumento está a perspectiva de produção menor em diversos países da Europa, no Paquistão, na Tailândia, China e Índia — este último afetado pela

escassez hídrica e pela política de descarbonização que exigirá mistura de 20% de etanol à gasolina (eram 10%) até 2025. Isso demandará produção de 12 bilhões de litros adicionais, incentivando uma mudança do mix açucareiro para alcooleiro.

A Índia, lembremos, é o segundo ou terceiro maior exportador, dependendo da (liderado pelo Brasil e tendo Tailândia grande exportador) e o maior produtor mundial de açúcar. O país também passará a produzir veículos com tecnologia *flexfuel* (invenção brasileira), o que deve levá-lo a demandar quantidades substancialmente maiores de etanol à medida em que essa frota se expandir. Lembremos ainda que a Índia tem 1,4 bilhão de habitantes, é e uma das economias mundiais mais dinâmicas e de maior crescimento.

Os riscos dessa tese ficam por conta do ambiente regulatório dos combustíveis: controle artificial e uma nova política da Petrobras poderiam travar os preços do etanol. Além disso, adversidades climáticas podem prejudicar a produção de cana e o ATR produzido (como visto recentemente). Por fim, o aumento dos custos de bens de capital, como máquinas agrícolas e caminhões, pode requerer CAPEX mais elevado de forma rotineira.

Schulz (SHUL4): com histórico de décadas de crescimento mesmo em fortes recessões, a Schulz é referência mundial em seu segmento. Com R\$ 137 milhões de investimento em 2022 (e expectativa de R\$ 207 milhões neste ano), sua planta de fundição, componentes e unidade de usinagem estão entre as mais modernas do mundo. A empresa tem produtos de qualidade, premiações globais diversas e engenharia avançada — ao ponto de clientes a procurarem para desenvolver soluções que eles próprios têm dificuldade de encontrar. E não são quaisquer clientes: estamos falando de John Deere, Caterpillar, Volvo, DAF e Scania — gente que sabe muito bem o que é tecnologia de ponta.

Essas montadoras, por sua vez, aumentam cada vez mais o relacionamento com a Schulz e lhes abrem as portas para atender suas diversas unidades espalhadas pelo mundo. O elevado nível de automação das plantas da Schulz permite margens de rentabilidade pouco comuns em seu segmento, especialmente pela elevada porcentagem de produtos usinados (que podem dobrar o valor de uma peça bruta).

O grande desafio da Schulz é atender toda a demanda sem renunciar a seus padrões de qualidade — e a gestão leva isso muito (muito!) a sério. No que dependesse apenas dos principais clientes, estes comprariam muito mais do que compram hoje. Mas a Schulz tem freado pedidos, em nome de manter os elevados padrões de qualidade e entrega. Mesmo com todos os investimentos para expansão fabril, há anos a divisão automotiva vem operando a plena capacidade — e quando se amplia essa capacidade, ela é rapidamente ocupada ou vendida.

Dito isso, espaço para crescer não falta: há muito a expandir na Usinagem II para instalação de novas máquinas, e há dois terrenos (um de 25 mil m² e outro, de 60 mil m²) destinados a expansões mais agressivas. Novos produtos (compressores para freios de veículos pesados e motores elétricos para consumo próprio, por exemplo), mercados e racionalização de custos — muito mais está a caminho.

O que pode trazer volatilidade às ações no curto prazo são a baixa liquidez e a baixa visibilidade no mercado de capitais. Outro ponto de atenção é o mercado de caminhões retraído em razão do Euro 6 e o de máquinas agrícolas em *stand by* para o próximo plano safra 23/24. Exportações e novos produtos e mercados mitigariam esses pontos de atenção.

Tupy (TUPY3): inúmeras avenidas de crescimento se abrem à nova Tupy. As compras da Teksid e da MWM trouxeram uma gama de possibilidades que — a começar das que surgem com a integração da planta em Betim (MG), agora chamada Tupy MG: em pouco mais de um ano, as sinergias já obtidas podem colocá-la entre as unidades mais eficientes e competitivas da companhia — que começa a implementar maquinários vindos da planta desativada em Mauá (SP). A Teksid veio para a Tupy com vários contratos de preços defasados e muita capacidade ociosa. Aos poucos, tudo isso vai ser readequado.

Em 2022, foram vendidas 680 mil toneladas — volume bem aquém da capacidade instalada: 950 mil toneladas. Preencher essa capacidade poderá trazer grandes ganhos de alavancagem operacional e escala — os fornos e linhas de produção já estão lá, basta preencher.

A Tupy é a única fabricante independente de blocos e cabeçotes na América do Norte, o que a coloca com óbvia vantagem dentro do novo acordo do USMCA (novo NAFTA), que exige 70% de conteúdo local para algumas linhas de veículos. Coincidentemente, as plantas no México concentram boa parte da capacidade ociosa. Para completar, o movimento de *nearshoring* (montadoras encurtando distância dos seus clientes) começa a surtir efeitos: recentemente, foram assinados novos contratos que podem gerar uma receita adicional de R\$ 650 milhões anuais a partir de 2024. Frota de caminhão envelhecida no Brasil e demanda reprimida nos EUA são *drivers* que certamente ajudarão a preencher as fábricas.

O ano de 2023 marca a entrada da MWM de forma completa (exercício de 2022 teve a MWM contabilizada apenas em dezembro), agora livre das amarras da Navistar (Grupo Traton), voltando a ser opção para montadoras que buscam terceirizar sua divisão de motores — cada vez mais comum, enquanto focam em “supertendências” como a eletrificação, por exemplo. A MWM também permite que se avance em usinagem (peças completamente usinadas podem ter preços dobrados), pós-venda (o que não era vantajoso para a Tupy), geradores, soluções náuticas e soluções de biogás e biometano — segmento ainda pouco relevante, mas potencialmente bilionário, se visto dentro da lógica de descarbonização do agronegócio e de transformação veicular (São Martinho e Jalles agradecem).

Nos próximos anos, deveremos ver um mix de produtos de maior valor agregado. Hoje, por exemplo, menos de 20% da produção é usinada. Também veremos CGI, pré-montagem e montagem tomarem conta do portfólio da Tupy. É de total interesse dos clientes que os produtos sejam acabados em um só lugar (atualmente, parte relevante dos motores no Brasil são importados e muitos blocos e cabeçotes têm usinagem feita na Europa, sendo mandados de volta para cá para montagem). A Tupy avança ainda no desenvolvimento de novas tecnologias que podem gerar valor no futuro, como reciclagem de baterias por hidrometalurgia, motores a hidrogênio e o bloco de ferro *Ultra Light Iron*, que promete substituir o bloco de alumínio nos veículos leves: são mais leves, mais baratos e emitem menos CO² em seu processo produtivo.

Os riscos são semelhantes aos de Metal Leve, Riosulense e Schulz: uma eventual recessão (EUA e Europa), alta nos preços da sucata e atraso no repasse de custos. A transição do Euro 5 para Euro 6 implica em menor produção de pesados no Brasil ao longo do 1S23. Juros elevados por um período mais longo retardam a renovação da frota, que fica à mercê de incentivos do governo (Moderfrota e Renovar, por exemplo). Berço do PT, o setor automobilístico poderá ser a menina dos olhos do presidente Lula (ele mesmo um ex-metalúrgico).

Unipar (UNIP6): o ano da empresa foi marcado por proventos de R\$ 1,3 bi (*yield* de 16%) e preços recordes da soda cáustica (cuja oferta ficou restrita principalmente na Europa, em razão dos preços proibitivos do gás natural). Olhando à frente, os investimentos em saneamento que o novo marco vai demandar trazem importante avenida de crescimento para o negócio de cloro. Além disso, a captura inicial dos efeitos da autoprodução de energia, com campos eólicos em parceria com a AES, vai trazer redução de custos.

Não podemos descartar a abertura de novas capacidades, seja de forma orgânica (nova planta em Camaçari) ou até a eventual compra da planta de Mauá da Braskem, que transforma nafta em eteno (que, como o cloro produzido pela Unipar, é importante matéria-prima na produção de PVC).

Hoje as grandes incertezas ficam por conta da desaceleração do mercado imobiliário (aqui e lá fora), reduzindo os preços do PVC (que já caíram 55% desde o 1T21), e a presença da China no mercado internacional do produto (desovando seus estoques a preços aviltados, efeito de seus *lockdowns*). Como se não bastasse, o Brasil voltou a aumentar o imposto de importação de resinas petroquímicas em cerca de 8 pontos percentuais (que se agregarão aos preços). O setor imobiliário para população de baixa renda (Minha Casa, Minha Vida), no entanto, usa mais PVC, pelo seu menor preço. Poderá ser um vetor de maior demanda.

Com planta na Argentina e vendas no volátil mercado do vizinho, a companhia está exposta a perdas cambiais relevantes — como vimos no 3T22 —, sem contar com incertezas relacionadas a eleições, fragilidade econômica e inflação galopante por lá. O grande problema na Argentina não é o mercado, mas como trazer aquele caixa para o Brasil, já que investir no país vizinho, com todo aquele barulho por lá, não deixa de ser uma decisão difícil.

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

Para os investimentos em renda variável, março trouxe ainda mais turbulência — como se esse segmento já não estivesse encarando desafios em série desde o início da pandemia, há mais de três anos. Quebra do Silicon Valley Bank; colapso do Credit Suisse; queda de braço entre governo e BC sobre a Selic; expectativa quanto ao arcabouço fiscal — teste de fogo para o ministro Fernando Haddad... a lista para, mas não termina aqui, e elencada na primeira parte da Resenha.

Para completar, tudo isso veio com a temporada de divulgação dos resultados do 4T22, adicionando volatilidade à mistura. Como esperado, diversas empresas começam a sentir mais fortemente os impactos da Selic, no alto dos seus 13,75% desde agosto do ano passado. Um trimestre que costuma trazer boas surpresas em vários setores (afinal, ele contém nada menos que a *Black Friday* e as vendas natalinas) se mostrou bem decepcionante. Desvalorizações 10%, e mesmo de 20%, foram comuns. Houve exageros? Sempre há. Mas foram poucos.

Quanto às nossas investidas, a grande maioria reportou resultados consistentes e em linha com nossas expectativas. Uma ou outra desapontou — mas por impactos pontuais, não recorrentes e que devem ter vida curta. Nossas teses seguem sólidas para enfrentar o atual cenário, com baixa exposição à Selic atual e múltiplos baixos de P/L e EV EBITDA (que o mercado tanto observa, mas na Trígono tem caráter acessório) muito abaixo das médias históricas. **Das 11 empresas que compõem o Delphos, oito têm mais recursos em caixa que dívidas — ou seja: são caixa-líquidas.** Isso é muito importante: essas

empresas conseguem assim se beneficiar de receitas financeiras maiores, têm mais capacidade de investimento que as concorrentes e podem pagar bons proventos mesmo em um ano desafiador como 2023.

Mas serem livres de dívida não é o único critério para escolhermos uma empresa. Longe disso: investimos em bons negócios e boas gestões — combinação que resulta em excesso de caixa e mais conforto para os acionistas.

Dito isso, o Delphos encerrou março com queda de 4,5%, contra desvalorização de 2% do referencial IDIV. No acumulado do ano, nosso fundo adentrou o vermelho, com queda de 3,8% (enquanto o *benchmark* caiu 4,1% — ou seja, manteve uma vantagem mínima de 0,3 ponto percentual). Ao analisar janelas mais longas, o retorno do Delphos se sobressai em relação ao IDIV, com retorno positivo de 7,8% nos últimos 12 meses, ante queda de 6,4% do referencial (14,2% de alfa). Desde seu início (abril/2018), o fundo entregou 176,5% de retorno, contra 54,7% do IDIV. Nada menos que um alfa de 121,8 pontos percentuais de vantagem em quase cinco anos, ou uma média anual de alfa (composto) de 17,3% neste período.

A puxar para baixo em março vieram principalmente Indústria, com queda de 3% (o que representa 66% da queda mensal) e, de novo, o Agronegócio, com recuo de 1,2%. Entre os ganhos, os destaques foram os Serviços Financeiros (+0,6%).

Em nome da transparência: a empresa no setor industrial que penalizou os resultados de março foi a Tupy, com queda de 9,8% (equivalente a 50% da queda do Delphos no mês passado). Apesar do mercado ter por hábito perpetuar trimestres, positivos ou negativos, o recém-encerrado de modo algum serve como indicativo de qualquer tendência negativa para empresa.

Como comentado anteriormente, mas não custa repetir, desculpe-nos nossos leitores, mas é importante destacar e explicar. A Tupy vive um momento muito especial em sua história. Duas aquisições recentes — Teksid e MWM — mudaram seu patamar, praticamente dobrando suas receitas pro forma em um ano, e abriram novas avenidas de crescimento e diversificação. A MWM gerou apenas um mês de receita — mas já ajudou a Tupy a entregar um EBITDA de R\$ 1,27 bilhão e um lucro líquido de R\$ 502 milhões — resultados 44% e 148% maiores que os de 2021, respectivamente. E isso, mesmo com uma ociosidade de quase 30%. As cinco plantas têm com capacidade conjunta para produzir 950 mil toneladas no ano, e ao longo de 2023 ficarão mais evidentes as potencialidades da Teksid (agora Tupy MG) e da própria MWM.

Essa capacidade ociosa disponível será muito importante nos próximos anos. Lembremos que a Tupy é a maior produtora de blocos e cabeçotes de ferro fundido do Ocidente, em um momento de demanda reprimida e incertezas quanto a juros e a transição do Euro 5 para Euro 6 no Brasil. Há também a frota cada vez mais envelhecida no Brasil e o acordo do Novo Nafta (USMCA), que aumentará a demanda por componentes automotivos na América do Norte (reduzindo-se as importações). A Tupy tem duas plantas no México, com 320 mil toneladas de capacidade (1/3 do total), atendendo os requisitos de, até 2027, nacionalizar 70% dos componentes na USMCA. Destacamos também que o Dodge index exhibe US\$ 1,3 trilhão em obras contratadas não-residenciais nos EUA, e que muito demandarão máquinas e veículos com componentes fornecidos pela Tupy.

O movimento de *nearshoring* começa a ficar tangível, após a divulgação de novos contratos fechados para pesados Classe 8 (caminhões de maior porte), que a partir de 2024 devem adicionar mais de R\$ 650

milhões em receitas anuais (mais de 6% sobre 2022, excluindo MWM), após a maturação. Produtos de maior valor agregado (que incluem usinagem e pré-montagem) serão cada vez mais relevantes para expandir as margens.

Neste ano ocorrerá a integração com a MWM, que será a cereja do bolo da nova Tupy. Com mais produtos de valor agregado cada vez maior, oportunidades de crescimento deverão se abrir — como em geradores de energia, montagens de motores, pós-vendas, soluções náuticas, biogás e biometano (contribuindo inclusive, nestes dois últimos casos, para descarbonizar a logística e o agronegócio brasileiros). Para mais detalhes sobre a Tupy, convidamos o leitor a conferir nossa live (disponível no Youtube — no canal Trígono Capital), realizada em 29 de março, com a presença especial dos principais executivos de Tupy e MWM.

Finda a temporada de resultados, abre-se o período de Assembleias Gerais, Ordinárias e Extraordinárias. Nas pautas estarão eleições de conselheiros de administração e fiscais e aprovação de proventos ainda referentes a 2022. Com o reforço destes proventos ao Delphos, a posição nas empresas investidas poderá aumentar — num fluxo verdadeiramente virtuoso: novas ações adquiridas levando a mais dividendos, e estes permitindo a compra de mais ações. Uma bola de neve que só cresce em benefícios de nossos cotistas, claro.

No ano passado, o *yield* do fundo foi de 10,8% — menor que os 13,7% do IDIV, que é composto por excelentes pagadoras de dividendos — mas que contaram com uma “forcinha” dos dividendos atípicos de Vale e Petrobras. Excluída a “forcinha” da estatal do petróleo, o *yield* do IDIV seria de 9,1%. Em 2021, o Delphos havia entregado 12,2% de *dividend yield*.

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-4,5%	-3,8%	7,8%	34,7%	170,8%	171,0%	176,5%
IDIV	-2,0%	-4,1%	-6,4%	4,5%	45,6%	34,3%	54,7%

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

“Cuidado com os idos de março”: o aviso sombrio do “Julio Cesar” de Shakespeare teria caído como uma luva no início do mês passado. Porque não faltaram incertezas. Nosso Flagship 60 foi afetado por elas: houve recuo de 6,3%, ante uma queda menor, de 1,7%, do índice SMLL. Os bons resultados trimestrais das empresas no fundo não bastaram para atrair o mercado — e quem nos acompanha sabe que nossos fundos muitas vezes “descolam” positivamente dos *benchmarks*.

O mercado, afinal, está num momento de grande disfuncionalidade, achando que tudo irá piorar. O cenário não é mesmo dos mais benignos, mas isso não quer dizer que todas as empresas sofrerão da mesma forma. E, como argumentamos no início desta resenha, janelas de oportunidade abrem e fecham justamente nos momentos de incertezas.

Com o perdão do leitor pela eventual repetição: o Flagship 60 nasceu há cinco anos com oito empresas em sua composição, e sete delas ainda estão em nossos portfólios. Desde então passamos por greve de caminhoneiros, Joesley Day, pandemia, sobe e desce de juros, duas eleições, guerras, crises energéticas, para ficar só nos eventos mais significativos.

Mesmo atravessando esse corredor polonês, desde o seu início o Flagship 60 chegou à outra ponta com 202,5% de retorno. O *benchmark* SMLL entregou 3,8%; o IBOV, 30,4%; e o IDIV, 54,7%. Correndo na mesma pista de obstáculos.

“Tá, e qual é o ponto?”, alguém perguntaria. É este: a Trígono aplica **de fato** uma filosofia de longo prazo. Somos sócios de excelentes negócios (*buy and hold is gold*). Só atravessamos todas essas crises porque as nossas investidas também atravessaram — e não só: **prosperaram** ano após ano. O grande desafio de nossa gestão é selecionar, comprar e manter quando ninguém está se interessando.

Pesaram na performance de março os 3 setores em que somos mais expostos: Indústria (-2,9%), Mineração e Metalurgia (-1,7%) e Agronegócio (-1,1%). Na ascendente veio o setor de Tecnologia (0,43%), impulsionado pelo desempenho da Positivo. Mesmo com parte de seus negócios ligados ao varejo, a empresa tem entregado resultados sólidos, fruto da estratégia de buscar mais o segmento corporativo e de instituições públicas (lembremos das urnas, utilizadas nas eleições a cada dois anos e com cerca de 1/3 de renovação dos equipamentos).

Mesmo concentrado em seis empresas, que, juntas representam 82% do portfólio, o Flagship 60 teve uma volatilidade anual menor que a do SMLL: 21,8% contra 27,1% respectivamente. Esta é uma característica da Trígono: convicção e concentração em empresas em que acreditamos, que oferecem a melhor relação de risco e retorno e liquidez adequada ao tamanho dos fundos e das posições de cada empresa neles.

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-6,3%	-7,0%	-0,2%	20,4%	139,5%	150,0%	210,6%
SMLL	-1,7%	-9,5%	-28,0%	-35,0%	7,0%	-5,9%	3,8%

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-6,3%	-7,0%	-0,3%	19,6%	138,8%	143,4%	202,5%
SMLL	-1,7%	-9,5%	-28,0%	-35,0%	7,0%	-5,9%	3,8%

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

Em linha com o Flagship, o Verbier também apresentou desvalorização de 6,2% no mês, ante queda de 2,9% do IBOV. No acumulado do ano, a queda é de 6% — um alfa de 1,2% sobre referencial. Como nos demais fundos, os setores que pesaram aqui foram Indústria (-3,3%), Mineração e Metalurgia e Agronegócio, ambos com recuo de 1,3%. Nenhum setor teve desempenho positivo em março.

Quanto maior a janela analisada, maior o alfa entregue pelo Verbier: desde seu início (jul/2018), o alfa já alcança 142,9% (retorno de 173,3% vs. 30,4% do Ibovespa). Lembremos que ele é independente do referencial — nenhuma das empresas que o compõe está no índice IBOV: o Verbier tem 43% em *Micro Caps* e 57% em *Small Caps*. O fundo pode investir em empresa de qualquer porte — até as *large caps*. No momento, no entanto, as melhores oportunidades estão nas empresas de menor capitalização e com menor ou nenhuma cobertura pelo mercado (nem de portais de investimentos e blogueiros).

Apesar de 100% exposto a *Micro* e *Small Caps*, o fundo teve nos últimos 12 meses volatilidade de 20,3%, contra 21,4% do IBOV. Isso ajuda a desfazer a lenda de que empresas de baixo valor de mercado e menor

liquidez são mais voláteis ou arriscadas que as famosas *blue chips*. Para nós, o risco do investimento está associado ao negócio e à qualidade da empresa, não ao valor de mercado ou oscilações de ações. Petrobras e Vale que o digam.

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	-6,2%	-6,0%	1,2%	19,5%	141,8%	106,1%	173,3%
IBOVESPA	-2,9%	-7,2%	-15,1%	-12,7%	39,5%	6,8%	30,4%

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

Em março, o 70 Prev caiu 4,1%, contra rendimento de 1,2% do CDI. Apesar do mês negativo, este fundo tem sido um dos destaques da Trígono e entre os fundos de previdência desde seu lançamento (2/9/2019). Foi inclusive eleito pelo IBMEC/Infomoney como o melhor do tipo na categoria renda variável em 2021. E em 2022 também não deixou por menos: teve valorização de 15,8%.

Nos últimos 12 meses, o 70 Prev avança 11,1% de ganho, contra 13,3% do CDI. Se comparado ao IBOV, nosso fundo se destaca ainda mais, pois é 70% exposto a ações e mesmo assim bate o principal índice da bolsa com ampla margem de 26,2 pontos percentuais nos últimos 12 meses (11,1% contra -15,1%). Em 24 meses, o fundo tem 36,7% de alfa sobre o Ibovespa.

Puxaram o indicador para baixo Indústria (-2,41%) e Mineração e Metalurgia (-1,16%). Do lado positivo, o destaque, tímido, veio de Logística (0,15%). Vale acrescentar que praticamente 6 empresas representam os 70% alocados em renda variável — nossa estratégia é concentrar nas empresas em que temos mais conhecimento e convicção.

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	-4,1%	-0,6%	11,1%	24,0%	95,7%	71,0%
CDI	1,2%	3,3%	13,3%	20,6%	23,3%	26,6%

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

Nosso outro fundo previdenciário — que se difere do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável (com seus limites regulatórios diferentes) — também apresentou queda, ainda que menor: -3,1% (contra -2,9% do Ibovespa). No ano, o Icatu apresenta queda de 3,5%, bem menor que o tombo de 7,2% do IBOV, resultando em um alfa de 3,7% no 1T23.

Como nos anteriores, Indústria (-2,8%), Agronegócio (-1,2%), e Mineração e Metalurgia (-0,7%) foram o que trouxe o resultado para baixo em março. O setor de Tecnologia teve ganho (1%), também com contribuição da Positivo após surpreender o mercado (não a Trígono) com excelentes resultados no 4º trimestre e no ano.

A volatilidade anual do Icatu 100 foi de 22,8%, contra 21,4% do IBOV, mesmo com as Top 8 empresas componentes respondendo por 87% do patrimônio do fundo. Para quem busca diversificar a previdência com renda variável, o Icatu 100 é excelente opção, alocado 100% em *Micro* e *Small Caps* — universo deixado de lado por quase todo outro fundo previdenciário. Mesmo com a possibilidade de investir em

empresas de maior valor de mercado, optamos por focar nas menores capitalizações — que é, em nossa opinião, onde encontramos as maiores assimetrias de valor no mercado sem renunciar a qualidade dos negócios investidos.

Abaixo verifica-se a consistência dos resultados entregues pelo fundo desde seu início:

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-3,1%	-3,5%	0,8%	22,0%	68,7%
IBOVESPA	-2,9%	-7,2%	-15,1%	-12,7%	1,4%

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

Em um mês a ser esquecido, o Power & Yield apresentou forte queda de 14,2%, contra 1,9% de valorização do IEE. No acumulado do ano até o fim de março, o fundo acumula queda de 20,3% (-4,9% do referencial).

2023 tem sido o ano da tal tempestade perfeita para as ações do portfólio: as principais posições foram penalizadas de maneira exagerada pelo mercado em relação aos demais fundos.

Analisando setor a setor, Mineração e Metalurgia (-2,98%) e setor Químico (-2,23%) puxaram o desempenho para baixo. Mas Óleo e Gás (-6,07%) foi o que atingiu profundidades de pré-sal. A queda de 38% da PetroRecôncavo no 1T23 (principalmente em março) responde por boa parte desse resultado — a combinação de proposta do Imposto de Importação no Petróleo, divulgação do Relatório de Reservas e indefinição da venda de Bahia Terra por parte da Petrobras foi forte demais. Cabe lembrar que a empresa atua em campos terrestres maduros onde os investimentos e riscos são bem menores do que os campos de águas profundas.

Exceto pelo relatório de reservas, não havia muito que a empresa pudesse fazer acerca dos outros fatores. E mesmo assim, foi um dos melhores relatórios do tipo já divulgados pela companhia: foram adicionadas reservas 3x superiores à produção do período — 22,4 milhões de boe (barris de óleo equivalente), contra 7,6 milhões boe de produção. O mercado, no entanto, bateu no custo de desenvolvimento dessas reservas, que avançou de US\$ 5,59/boe para US\$ 8,96/boe.

Esse aumento, no entanto, reflete o CAPEX do momento, distorcido pelas altas de custos: muitos contratos de serviços no setor de óleo e gás estão atrelados ao preço do petróleo Brent, cujo preço médio por barril em 2022 foi de US\$ 100, enquanto a produção futura reflete a curva de preços ao longo do tempo — por exemplo, US\$ 75 em 2025. A transparência com os resultados, curiosamente, fez o mercado penalizar fortemente a cotação das ações. Mas os custos dos serviços serão baseados nos preços correntes, e não naquele do final do ano — ou seja: será muito menor do que o apresentado baseado no apagar das luzes de 2022.

Nem os excelentes resultados reportados bastaram para mudar a visão do mercado. Hoje cerca de 40% da receita da companhia vem de contratos de gás, e os outros 60%, de petróleo — e estes são vendidos praticamente na totalidade no mercado brasileiro (sem efeitos diretos da taxa de importação, com efeito quase nulo para nossa investida). Mesmo com 21% da produção de petróleo contando com *hedge* de US\$ 51/barril, a companhia lucrou R\$1,1 bilhão em 2022 (P/L atual de 5x), e o gás tendo grande

participação neste resultado. Eis aí só mais um dos exemplos de disfuncionalidade do mercado neste início de ano.

Apesar do péssimo desempenho no curto prazo, seguimos confiantes na proposta de valor que o Power & Yield pretende entregar ao longo dos anos. O fundo está concentrado em seis posições que, juntas, representam 83% da carteira — que, reforçamos, investem em empresas relacionadas de alguma forma a energia, inclusive eletrointensivas que poderão vir a ser autoprodutoras (uma enorme vantagem em termos de custos e regulamentações). Todas as empresas investidas apresentam excelente situação financeira. Mesmo com resultado tão adverso em março, desde o seu início, o fundo apresenta alfa de 8,7% sobre o IEE. A estratégia continua intacta.

Fundo	mar-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-14,2%	-20,3%	-20,4%	-9,4%	-0,5%
IEE	1,9%	-4,9%	-12,0%	-7,5%	-9,2%

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

Apesar da queda de 1,2% em março, o Horizon superou o referencial SMLL mais uma vez. Nosso *Micro Cap* puro sangue (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões) bateu o *benchmark* desde janeiro e já abre um alfa de 8,5% no ano, apesar do 1% de queda acumulada. Desde seu início (set/2021), o Horizon recuou 16,3% — menos da metade dos 36,1% do SMLL, gerando alfa de 19,8% em seus 19 meses. Como já inclusive titulamos uma de nossas resenhas: *Small is beautiful*.

É comum o mercado penalizar empresas menos líquidas e de menor valor de mercado em momentos de incerteza. Mas o Horizon tem atravessado esse mar turbulento sem grandes abalos porque está posicionado em empresas fora da curva e que muitas das vezes sequer são conhecidas pelo *sell side* e por outros gestores.

Mineração/Metalurgia e Serviços Financeiros tiveram a mesma alta, 1,7%. Este último, aliás, conta com uma joia encontrada no ano passado pela Trígono: negocia com múltiplos de P/L próximos a 3,5x e forte potencial de crescimento. Já pelo lado negativo vêm Agronegócio (-2,7%) e Indústria (-2,3%).

Com volatilidade anual de 19,8% (contra 27,1% do SMLL), mais uma vez fica evidente que menor liquidez não necessariamente rima com mais volatilidade ou maior risco. O Horizon tem hoje 86% de seu patrimônio alocado em 7 *Micro Caps* de grande assimetria, mas alto potencial de geração, de valor. O alfa de 19,8% sobre o SMLL desde seu início indica resultado bastante superior — e isso em um ambiente bastante desafiador para ações cuja menor liquidez nada tem a ver com a qualidade das empresas.

Fundo	mar-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	-1,2%	-1,0%	-4,0%	-16,3%
SMLL	-1,7%	-9,5%	-28,0%	-36,1%

Como gestores, ficamos de certa forma frustrados com os resultados dos fundos neste trimestre — mas de modo algum com as empresas. Mas já estamos vacinados contra esse comportamento errático do

mercado. Quanto maior o intervalo entre preço e valor, mais evidente fica que estamos diante de uma oportunidade de investimento.

É em momento como o atual, de turbulência, que calma e direção firme verdadeiramente contam. Como ao conduzir um navio: os passageiros podem não suportar o choque das ondas e dos ventos, mas ao capitão cumpre conduzir a todos em segurança. Seguimos serenos e confiantes.

Muito obrigado e aos que percorreram toda Resenha, duplamente obrigado, mas é tempo de prestar contas.

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