



Resenha Mensal

Março 2024

Quality ou Value Investing: qual o melhor?

Na Trígono, fique
com ambos.



Quality ou Value Investing: qual o melhor?

Na Trígono, fique com ambos.

Prezados investidores e leitores,

Como nossos leitores e leitoras mais assíduos já sabem, pensadores e ícones de diversas áreas da cultura costumam frequentar nossas Resenhas. Hoje, lembramos já de saída o filósofo grego Sócrates (470 a.C. – 399 a.C.) e o famoso lema que ficou conhecido em sua voz: “Conhece-te a ti mesmo”.

“Ok, Werner, já começamos com um enigma – ou um oráculo, como você costuma dizer. Então diga, o que vem Sócrates fazer em nossa Resenha neste mês?”

*

Tem tudo a ver com o título, cara leitora, caro leitor, investidora e investidor, estes ainda mais curiosos. **Qualidade** ou **Investir em Valor**? Qual você prefere? Não dá para decidir antes de entender o que cada conceito desses quer dizer, certo? Pois agora embarcamos em uma exposição que vai esclarecer cada um deles. Aí, o leitor terá recursos para interpretar o lema socrático no contexto dos investimentos, e decidir por si mesmo.

Existem diversos conceitos, práticas, estratégias e técnicas para investir em renda variável ou em ações negociadas em bolsa de valores. Quem faz esse tipo de investimento tem vistas a ganhos de capital acima daqueles proporcionados por ativos como renda fixa ou títulos públicos federais. Quem prefere estes últimos em geral é atraído pela ideia de menor risco (em alguns casos, de risco, ao menos em tese, zero) e retorno quase definido previamente, quase.

Seja alto ou baixo o risco aceito, todos esses investidores querem, claro, ver seu capital crescer e se multiplicar. A renda fixa, na realidade, repõe um pouco da inflação. Nos últimos 5 anos, apenas 2% ao ano acima do IPCA foi o retorno da Selic. O rendimento bruto entre fev/18 e fev/24 foi de 45% bruto, mas se deduzir 15% de imposto de renda, o líquido de 38,25% representa um ganho marginal sobre o IPCA de 32% no período, pouco acima de 1% ao ano. Para ambos, renda fixa e variável, há um balanceamento a ser atingido: maximizar o retorno, buscando minimizar o risco, ou, para usar uma expressão de aparência mais técnica: a melhor relação risco x retorno do investimento ou *portfólio*.

“Bom, Werner, vendo que se trata de um conceito-chave para a conversa continuar, você vai agora, claro, explicar o que é risco, certo?”



Exatamente, e vamos partir da definição que consta em uma fonte bastante autorizada: o dicionário Oxford. **Risco**, nessa definição, é a “*probabilidade de insucesso de determinado empreendimento, em função de acontecimento eventual, incerto, cuja ocorrência não depende exclusivamente da vontade dos interessados*”.

Outra fonte, a **Wikipedia**, diz que **risco**, “*em administração, designa a combinação entre a probabilidade de ocorrência de um determinado evento e os impactos resultantes, caso ele ocorra*”.

O mercado financeiro tem (claro) uma leitura bastante própria (e da qual discordamos) de risco: ela envolve a **volatilidade**, ou seja, a variação dos preços em determinado intervalo de tempo. Mas, quando analisamos empresas e os riscos, a volatilidade pode estar associada a fatores ligados apenas ao próprio mercado, sem conexão necessariamente com o ativo, empresa ou seu negócio. Por exemplo: o fluxo de capital estrangeiro e as expectativas macroeconômicas. A ênfase aqui vai nas **expectativas**, ou seja, nada de concreto. E elas, mesmo assim, agitam os humores e temores do mercado sobre determinados setores ou empresas. Nos fundamentos e nas perspectivas de resultados das empresas, nada mudou: tudo que aconteceu foi que o mercado se agitou por algo relacionado a... bem, a seja lá o que for que crie expectativas no mercado.

Vejam os *trader*, o investidor de curto prazo (ou **especulador**, chamemos logo pelo nome como é conhecido), que compra e vende ativos no curtíssimo prazo de olho em ganhos pequenos e rápidos, num giro de alta frequência. Para ele, a mola mestra da coisa toda é a oscilação de preços dos ativos, ou seja, a **volatilidade** é muito importante. O valor intrínseco ou justo dos ativos é um detalhe secundário (se tanto), que não terá peso algum na decisão sobre onde investir ou qual ativo manter. E os analistas que se denominam técnicos observam os gráficos com nomes curiosos para definir seus investimentos. Investimentos ou especulação com oscilação de preços? Não vou entrar nesta seara, mas óbvio que, de fato, tem muito pouco a ver com os reais fundamentos das empresas e os fatores que alimentam os gráficos, como fluxo do capital estrangeiro ou expectativas de qual será o discurso do Fed sobre inflação e juros, quase um exercício de adivinhação.



Fazendo uma pesquisa da volatilidade (base anual) via Economática, encontramos os seguintes dados para empresas ligadas ao setor de varejo:

- Magazine Luiza-MGLU3, Casas Bahia-BHIA3 e Lojas Marisa-AMAR3 (**com 74%**),
- Guararapes-GUAR3 e C&A-CEAB4 (**68%**),
- Pão de Açúcar-PCAR3 (**63%**) e Americanas-AMER3 (**62%**),
- Quero Quero-LJQQ3 (**61%**),
- Petz-PETZ3 (**55%**),
- Soma-SOMA3 (**53%**),
- Lojas Renner-LREN3 (**46%**),
- Arezzo-ARZZ3 (**43%**).

Nossos leitores percebem que empresas ligadas ao varejo apresentam alta volatilidade, e, desta forma, risco (pelo conceito risco x volatilidade), e que, segundo os dados, Americanas está apenas numa posição intermediária. Considerando todas as ações negociadas na B3, encontramos a média de 43,4% de volatilidade anual. Portanto este setor, que é um dos mais importantes e significativos em alguns índices, tem risco muito acima da média. E as duas empresas de menor volatilidade (ou risco), Lojas Renner e Arezzo, estão exatamente na média.

Sempre segundo a mesma fonte e mesmo critério, encontramos as seguintes volatilidades para algumas empresas de nossos fundos (algumas delas, de baixa liquidez no conceito do mercado):

- Metal Leve-LEVE3 43%
- EMAE-EMAE4 (**38%**),
- Riosulense-RSUL4 e Kepler Weber-KEPL3 (**35%**),
- Irani-RANI3 (**34%**),
- Ferbasa-FESA4 e Schulz-SHUL4 (**33%**),
- Jalles-JALL3 e São Martinho-SMTO3 (**32%**),
- CEB PNA-CEBR5 e Pettenati-PTNT4 (**30%**),
- Unipar-UNIP6 (**28%**),
- Tupy-TUPY3 (**26%**),
- Banco da Amazônia-BAZA3 (**24%**),
- Celesc-CLSC5 (**19%**).



Ainda de acordo com nossa pesquisa, encontramos Paranapanema-PMAM3 com 40%, ao lado de Raízen-RAIZ4, Intelbras-INTB3, BTG-BPAC5, EcoRodovias-ECOR3 e Marfrig-MRFG3, com o mesmo percentual; e Eternit-ETER3, com 41%; e CSN-CSNA3, com 39%, muito próximos do grupo com 40%.

Investidores com um mínimo de conhecimento de análise de balanços ou empresas acharão curioso ver Paranapanema e Eternit muito próximas ao grupo de 40%. Algumas das nossas empresas *small caps* que muitos consideram de alto risco têm volatilidade abaixo da média. Ou seja: são de risco **menor** que a média de mercado, sempre de olho no conceito de volatilidade. WEG-WEGE3 tem a mesma volatilidade de Tupy (26%), enquanto Bradesco-BBDC4 tem 32%, igual ao das duas produtoras de açúcar e etanol. Vale, com 36%, tem volatilidade superior à da Ferbasa, com 33%. Outro exemplo: Petrobras-PETR4 tem 30%, parecido com CEB e Pettenati. Banco da Amazônia, com 23%, e BB, com 22%, muito próximos.

E muito agente de mercado se guia e acredita nisso, que a volatilidade expressa risco (mesmo valendo para *portfólios*). Oscilação de preços e humores do mercado representam o real risco de uma empresa, negócio ou setor?

Nossos caros leitores, no entanto, veem claramente aqui os sinais de um truque de mágico amador. Saberão tirar as próprias conclusões. As pessoas podem até achar *hot-dogs* deliciosos, mas só até descobrirem como salsichas são feitas.

Voltando um pouco atrás: na Trígono, acreditamos, dado o perfil de nossos investidores, *trading* e *market timing* são irrelevantes. Explicamos desde sempre que nosso horizonte de investimento é de longo prazo (2 a 3 anos, no mínimo). Quem não permanece em nossos fundos pelo menos por este período provavelmente investiu equivocadamente, sem conhecer de fato a Trígono. O mercado, gestores e consultores podem até atribuir muita importância a coisas como VaR (*value at risk*). Em nossos processos de investimentos, volatilidade dos ativos não entra na conta. Medimos e informamos a volatilidade de nossos fundos aos investidores e calculamos o VaR, claro, mas isso não guia nossos processos.

Acreditamos na busca por retornos consistentes de longo prazo baseados em fundamentos e na correta precificação das empresas, comparando com preços negociados no mercado. Quanto maior a diferença, maior o potencial de valorização. Observamos também a liquidez desses ativos e a capacidade de comprá-los e vendê-los em determinado tempo, levando-se em consideração o tamanho de nossos fundos, participação dos ativos neles e prazos de resgate. Buscamos, enfim, ativos subvalorizados ou mal precificados, que é o conceito básico do *Value Investing*.



Na Trígono, utilizamos a ferramenta conhecida como EVA (Sigla em inglês para Valor Econômico Adicionado ou Criado em português, VEC); a observância das práticas ESG (respeito ambiental, governança adequada e relação com a sociedade); e, no terceiro vértice, dividendos.

O EVA cria valor, e os dividendos retornam este valor aos acionistas. O mercado precificará corretamente (ou não) o valor, sendo um retorno incerto. Mas dividendos dependem apenas e tão somente das empresas (não dos humores do mercado). ESG é teia de proteção: não necessariamente gera valor, mas minimiza o risco de perda de valor ou preço de mercado. No Brasil, fala-se muito de ESG, mas ele não é precificado (o mercado não liga muito para ele, infelizmente esta é a nossa realidade, e no exterior também está sendo relegado, uma vez que o mercado não precifica e não dá valor).

Uma vez definido nosso perfil como investidores de longo prazo: como a Trígono pode ser caracterizada? Somos *value investing*?

Sim. Parcialmente.

Somos muito conhecidos pelo sucesso de nossos fundos, concentrados que são em empresas de menor valor de mercado, as *small caps* (aqui definidas como empresas de valor de mercado abaixo de R\$ 10 bilhões). Na verdade, embora as *small caps* sejam amplamente predominantes, quando há oportunidades no mercado tiramos vantagem ou arbitramos em empresas também de liquidez menor (embora não necessariamente baixa) e que não estão na composição de índices da B3, ETFs ou índices como o MSCI.

Portanto, as *small caps* são oportunidades oferecidas pelo mercado, e por razões diversas (liquidez, participação nos índices, pouca ou nenhuma cobertura pelas corretoras, ausência nas carteiras de gestoras, entre outros), são mal precificadas e muito descontadas.

Pois bem, feito este preâmbulo sobre volatilidade e a associação risco x retorno (maior a volatilidade, maior o risco e o retorno, supostamente), voltemos ao título da Resenha para explicar a conexão dele com o que acreditamos e praticamos na Trígono.

“Já estávamos ansiosos, Werner.”

Os conceitos de práticas *top-down* e *bottom-up* já foram exhaustivamente explicados e comentados em nossas Resenhas, artigos, entrevistas e lives, e não vamos então ocupar com isso mais uma vez o tempo de leitura de nossos leitores.



Value Investing

Voltemos o calendário 100 anos. John Maynard Keynes (1883-1946) era gestor do *endowment* do King's College, de Cambridge. Um *endowment* é um fundo com horizonte perpétuo para gerir patrimônios, especialmente ligado a universidades e filantropia.

Keynes era matemático, embora seja (equivocadamente) qualificado como economista, e até mesmo o mais importante do século 20. Ele utilizava como principal estratégia o *market timing*, sim, aquele de que tantas vezes falamos aqui, e acerca do qual nossos leitores conhecem bem nossa (nada boa) opinião.

O caso é que Keynes se cansou do baixo retorno desta prática e do *top-down*, que utilizava (apesar de supostamente ser qualificado demais para tirar vantagem disso), e por isso decidiu mudar de estratégia. Passou a gerir seu fundo, sugestivamente denominado Nest (“*Ninho*”), concentrando-o em poucas empresas bem conhecidas por ele, com os fundamentos delas como base. O gestor Joel Tillinghast, da Fidelity Investments, fez em 2017 um comentário que muito bem expressou a nova metodologia keynesiana, que foi um grande sucesso:

“Em vez de utilizar um grande cenário geral da economia, Keynes concentrou-se cada vez mais num pequeno número de empresas que conhecia muito bem. Em vez de perseguir o momentum [técnica de investir em empresas e setores em alta, como atualmente IA e Nvidia – observação nossa], comprou ações subvalorizadas com dividendos generosos. A maioria eram pequenas e médias empresas em setores monótonos ou desfavorecidos, como mineração e automóveis em meio à Grande Depressão. Apesar do seu início difícil no timing dos mercados, Keynes superou as médias do mercado em 6% ao ano durante mais de duas décadas.” (tradução livre)

Em nosso livro, *Trigonometria dos Investimentos* (Editora Camelot), dedicamos um capítulo ao grande economista inglês: **Sir John Maynard Keynes – grande investidor e nossa referência**, capítulo 13, pág. 213 – sendo 13 ainda um número de sorte e o dia de meu aniversário.



Outras coincidências unem Keynes e a Trígono:

- O gosto por *commodities* (inclusive agrícolas), mineração, particularmente ouro e diamantes (por aqui, temos Ferbasa como principal representante do setor em nossos fundos; e Aura, mineradora de ouro) e indústria (idem aqui).
- Mais ainda, ele gostava do setor automobilístico e investia na Austin Motors e na Leyland - esta última era controladora de Jaguar, Mini (Cooper) e Land Rover.

Por falar em coincidências, o famoso gestor Peter Lynch também teve um retorno diferenciado com Ford e Chrysler quando o mercado não queria saber de nada com elas nem com empresas ligadas.

Quem nos acompanha sabe que temos posições importantes no setor ligado à indústria automobilística, como Metal Leve, Schulz e Tupy. Não é por acaso que defendemos a reindustrialização do Brasil e o setor automobilístico, e por isso vemos com bons olhos a série de medidas que o governo vem adotando a este respeito (sobre isso, já comentamos em Resenhas anteriores). Dissemos na de janeiro (uma brincadeira, claro) que o governo deve estar seguindo as recomendações da Trígono para se dedicar à indústria e ao setor automobilístico desse jeito.

Pois bem, o momento não poderia ser mais favorável às nossas empresas e alguns setores ligados à indústria, como bens de capital.

Keynes destacava que, por falta de informações e por não confiarem em seus próprios julgamentos diante de incertezas, investidores e agentes preferem recorrer ao consenso, partindo da análise de “especialistas”. Ou seja, vê-se aí o efeito manada e a elevada correlação no desempenho dos fundos, entre si e com os índices. Os custos de transação e de gestão, no entanto, acabam corroendo esse desempenho, e poucos fundos conseguem superar os *benchmarks* no longo prazo, e aí surgiram os ETFs, cada vez mais na preferência dos investidores.

A Trígono tem uma das menores correlações do mercado, gerando alfa (retorno acima do *benchmark*) no longo prazo justamente por não seguirmos índices na composição das carteiras. Está aí o cerne da certa aversão de que são alvo investidores considerados excêntricos (ou que investem em ativos não convencionais, como *small caps*). Muitos gestores e investidores evitam contrariar a “inteligência” do mercado, que diz que falhar em conjunto com a manada é melhor que seguir pelo “caminho menos trilhado” (do poeta Robert Frost) – ainda que lá adiante possa estar um sucesso não convencional. Keynes pensava assim.



Vejamos como Keynes se relacionava com a volatilidade.

Os teóricos clássicos advogam que o portfólio eficiente e de menor volatilidade minimiza risco para um determinado retorno esperado (menor volatilidade com o maior retorno possível). Keynes, de seu lado, dá boas-vindas à volatilidade. Benjamin Graham, na mesma linha, afirmava que o investidor médio é aquele que não tira proveito da volatilidade e não a aprecia, e conclui que a volatilidade de preços significa para o verdadeiro investidor a oportunidade de sabiamente comprar na queda e vender na alta. Não poderíamos estar mais de acordo: 90% do mercado age exatamente como rebanho, ignorando oportunidades que a volatilidade traz.

“E quem é Benjamin Graham mesmo, Werner... ?”

Benjamin Graham (1894 - 1976) foi um economista inglês, que se tornou muito influente. Pode ser considerado o “pai” do Value *investing* (o que já justificaria sua presença nesta Resenha). Ele também figura em um capítulo de nosso livro, o 14: **Um guia de orientação pessoal para investimentos**. Não há evidências de que Graham e Keynes tenham tido qualquer espécie de contato, mas ambos desenvolveram suas teorias de investimentos baseados nos mesmos preceitos.

Graham e David Dodd (1895-1988, outro luminar do universo das finanças, que foi colega de Graham na Columbia Business School) lecionavam seus conceitos; Keynes utilizava os seus apenas para seus investimentos pessoais e na gestão do fundo Nest. Seus princípios foram conhecidos com mais detalhes só após sua morte, em 1946. Verificou-se que, apesar das diferenças específicas, tais princípios guardavam muitas coincidências com os de Graham e Dodd. A principal divergência, talvez, fosse que Keynes praticava o buy-and-hold (comprar e manter) em poucas empresas, mas bem conhecidas, enquanto Graham e Dodd viam a diversificação como uma margem de segurança (para mitigar riscos). Podemos definir Keynes como um investidor fundamentalista, *bottom-up*, *buy-and-hold*, concentrado nas teses de maior convicção, todas estas características do *Value Invest* (como na Trígono).

No capítulo dedicado a Graham também convidamos outro mestre e referência, Charles Munger (1924-2023). Este nos deixou em novembro do ano passado, poucas semanas antes de completar 100 anos de uma vida muito sábia. Tive a ventura de conhecê-lo em 2015 e dele receber, autografado, o **Poor Charlie's Almanack**, verdadeira obra de arte e fonte de ensinamentos para investidores. Em inglês, pode ser encontrado como e-book a preços camaradas.

E já que estamos chamando nossas referências ao palco, lembremos ainda de Peter Lynch, Sir John Marks Templeton (1912-2008) e Joel Greenblatt. Este último é autor de **A Fórmula Básica para Bater o Mercado de Ações** (Ed. Benvirá), conhecido também como “O Pequeno Livro Azul”, obra de leitura bastante acessível. Sempre utilizei, de forma instintiva, seus princípios básicos



(muito antes até de me tornar gestor). Mesmo assim, contribuiu em muito para quem vim a ser profissionalmente. Ele é também um dos expoentes atuais da prática do *Value Investing*, usando basicamente dois fatores:

- P/L (relação preço lucro),
- ROIC (Retorno sobre o Capital).

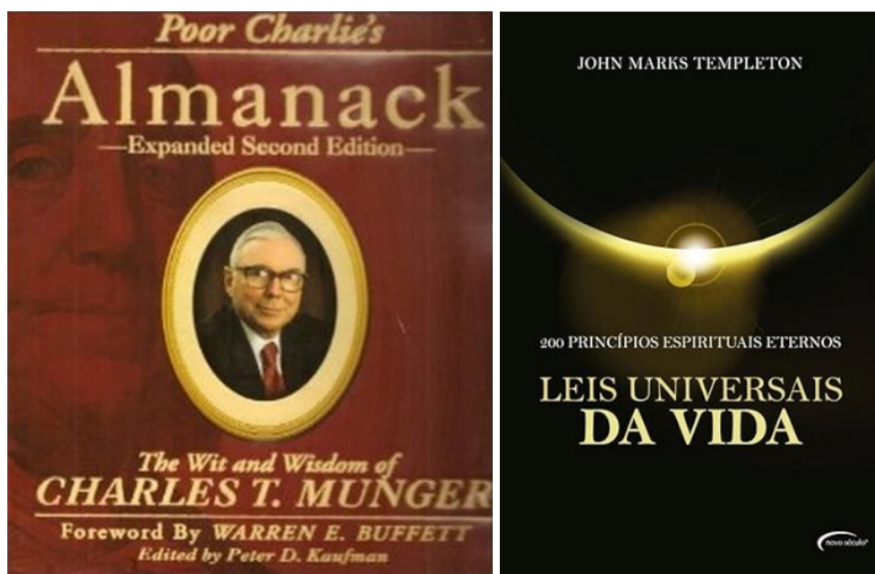
Templeton, por sua vez, também é incluído na categoria de investidor fundamentalista, que seguia os preceitos do *Value Investing*. São inúmeros os seus ensinamentos, mas destaco aqui aquele a que ele mesmo atribuía muito do seu sucesso: **manter o bom humor elevado, evitar a ansiedade e permanecer disciplinado**. Ao contrário do que se poderia esperar, não há nada aí de intrinsecamente ligado a investimentos: suas dicas tinham a ver com comportamento, que, sem aquele “trígono” de recomendações, pode ser o pior inimigo de qualquer gestor (e na vida mesmo, de forma geral).

Fica aqui vivamente recomendada a leitura de **200 Princípios Espirituais Eternos – Leis Universais da Vida** (Editora Novo Século), de Templeton (que em inglês ainda é editado, mas em português é raro e caro; mas se topar com ele por aí, não hesite). Outras duas frases dele considero essenciais:

“O investidor sábio reconhece que o sucesso é um processo de busca contínua de respostas para novas perguntas.”

“A ética e os princípios religiosos constituem a base para o sucesso e a felicidade em todas as áreas de vida.”

Abaixo estão as capas dos livros de Munger e Templeton (o primeiro ainda não traduzido para o português, uma lástima). Livros de cabeceira para investidores e para quem deseja ampliar seu conhecimento geral.



Para nos despedirmos de Keynes (até uma próxima Resenha, claro), fiquemos com uma pequena coleção de frases dele (ou a ele atribuídas), pérolas de grande sabedoria (e sempre atuais):

“A longo prazo estaremos todos mortos.”

“Evitar impostos é a única atividade que atualmente contém alguma recompensa.”

“A dificuldade real não reside nas novas ideias, mas em conseguir escapar das antigas.”

“Os regimes autoritários contemporâneos parecem resolver o problema do desemprego à custa da eficiência e da liberdade.”

“Quando a realidade econômica muda, minha convicção acadêmica também muda.”

“Havia possibilidades infinitas, não fora de alcance.”

“A tarefa de modificar a natureza humana não deve ser confundida com a de administrá-la.”

“Toda a produção se destina, em última análise, a satisfazer o consumidor.”

E destacamos, mais atual e importante do que nunca:

“Raras são as pessoas que alteram o seu modo de vida porque a taxa de juros baixou de 5% para 4%, quando sua renda agregada permanece a mesma.”

(Pergunta a ser feita a quem acha que a Selic cair de 13,75% para 11,25% será a redenção.)



Os pais “biológicos”, por assim dizer, do conceito de *Value Investing* foram Benjamin Graham e David Dodd. Seus preceitos básicos, de forma resumida, eram:

- Pensamento independente
- Controle emocional
- Análise criteriosa dos títulos (distinguindo preço e valor do negócio subjacente, ou valor intrínseco)

Ambos estão, sem dúvida, entre os maiores nomes da história das finanças ligada a investimentos e são vistos como precursores do *buy-and-hold*, com a compra de empresas sólidas, com boas perspectivas de geração de caixa, para manter em carteira por um longo período.

Os dois livros mais importantes na considerável produção literária de Graham são *Security Analysis* (1934, reeditado em 1940, 1951 e 1962) e *The Intelligent Investor* (1949, revisado e reeditado em 1954, 1959, 1965, 1973). Este último é visto como a mais importante obra a respeito de *Value Investing*: ele basicamente ensina como determinar o valor de uma empresa. É um livro de caráter mais prático, que visa ensinar seus leitores a avaliarem as empresas. Na edição em português de 2023 (da Ed. Harper Collins) há comentários do jornalista econômico Jason Zweig (*The Wall Street Journal*), que ajudam o leitor a contextualizar o livro na atualidade, e a aplicar os ensinamentos e princípios de Graham.

O primeiro, escrito com David Dodd, foi publicado após o Crash de 1929 em Wall Street. O livro traz lições deixadas pelo episódio, e diferencia investimento de especulação (hoje ainda amplamente praticada no mercado, mas quem a pratica não gosta do termo). O livro ainda traz, pela primeira vez, a expressão “margem de segurança”. Trata-se, ao contrário do primeiro, de um livro mais denso, de perfil mais acadêmico, teórico. Na edição de 2022 (Edipro), em português, há um prefácio do discípulo Warren Buffet e ensaios de importantes investidores e acadêmicos em finanças, com explicações adicionais a respeito dos ensinamentos dos autores e grandes mestres em investimentos.



Chegando ao fim de nossa exposição sobre o significado de *Value Investing*, encerramos com uma pequena coleção de frases de Benjamin Graham, o maior representante dessa escola de pensamento, muito falada, mas pouco praticada.

“O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas.”

“A curto prazo o mercado é uma máquina de votação, mas no longo prazo, o mercado é uma balança.”

“É preciso ter paciência e disciplina para se manter firme em suas convicções quando o mercado insiste que você está errado.”

“Em linguagem simples e direta: não tente acertar o olho da mosca, pois, quando você orienta suas atitudes para esta conduta, está mais suscetível aos humores do Sr. Mercado e à tentação de seguir a manada.”

“Chamar alguém que compra e vende com frequência no mercado de ações de investidor é como chamar alguém que está sempre tendo relações de uma noite só de romântico.”

“Investir em sucesso significa gerenciar riscos, não os evitar.”

“Investir não se trata de derrotar outras pessoas no jogo. Investir é sobre se controlar em seu próprio jogo.” [Sócrates, mais uma vez]

“Ou a ideia de comprar uma moeda de um dólar por 40 centavos te convence imediatamente, ou não te convence jamais.”

“A cada nova onda de otimismo ou pessimismo, nós estamos prontos para abandonar princípios historicamente testados e que resistem ao tempo, para mergulharmos fundo e sem questionamentos naquelas atitudes que justamente mais irão nos prejudicar.”



Quality Investing

Este conceito é como um gêmeo univitelino do Value Investing. Mas, curiosamente, é um eminente desconhecido no mercado.

Valor dificilmente se encontra em algo que não tenha qualidade; e dificilmente se acha qualidade no que não tem valor. Muita gente no mercado desconhece essa dupla implicação, e são esses em geral que compram gato por lebre. O pobre do gato ia acabar na panela.

“Bom, Werner, que chegamos à outra perna da explicação. Explique Quality Investing, por gentileza.”

Claro. Como fizemos no Value, vejamos o que nos informa a Wikipedia (a tradução é livre):

“O investimento em qualidade é uma estratégia de investimento baseada num conjunto de critérios fundamentais claramente definidos que procura identificar empresas com características de qualidade excepcionais. A avaliação da qualidade é feita com base em critérios leves (por exemplo, credibilidade da gestão) e rígidos (por exemplo, estabilidade do balanço). O investimento em qualidade apoia a melhor abordagem global, em vez da melhor abordagem da categoria.”

Na nossa avaliação, essa definição é rasa (e deixa uma sensação um tanto desagradável de circularidade). Fala basicamente de gestão e qualidade dos balanços. Também fazem parte, claro, mas limitar a isso seria um reducionismo que tornaria a definição praticamente trivial, inútil. Há muito mais.

Ainda de acordo com a Wikipedia, quanto a principais fatores, critérios ou atributos:

- 1. Posição de mercado:** como participação, crescimento do setor, tendências globais.
- 2. Modelo de negócio:** crescimento, investimentos orgânicos, fluxo de caixa robusto, dividendos, vantagens competitivas, portfólio de produtos, cadeia de valor e diversificação geográfica.
- 3. Governança Corporativa:** transparência, qualidade dos executivos (6 a 8 membros máximos na diretoria executiva), organização e baixa rotação de executivos.
- 4. Força Financeira:** elevada capitalização, balanços sólidos, rentabilidade, habilidade em gerar fluxo de caixa positivo, manter estes atributos durante vários anos consecutivos, e crescimento das necessidades de capital de giro abaixo das vendas.
- 5. Valor atrativo:** fluxo de caixa descontado mal precificado, índices P/L (preço/lucro) e VM/VP (valor de mercado sobre valor patrimonial contábil) baixo.



Bem, parece que, seguindo a Wikipedia, não iremos muito longe.

Vejamos o que tem a dizer uma fonte mais qualificada: a consultoria MSCI (também em tradução livre):

“O MSCI World Quality Index é baseado no MSCI World, seu índice principal, que inclui ações de grande e média capitalização em 23 países de mercados desenvolvidos (DM). O índice visa capturar o desempenho de ações de crescimento de qualidade, identificando ações com pontuações de qualidade elevadas com base em três variáveis fundamentais principais: elevado retorno sobre o capital próprio (ROE), crescimento estável dos lucros ano após ano e baixa alavancagem financeira. Os Índices de Qualidade MSCI complementam os Índices de Fatores MSCI existentes e podem fornecer um papel eficaz de diversificação em um portfólio de estratégias de fatores.”

É, a MSCI (e inúmeras fontes consultadas, preferimos, no entanto, ficar com as duas aqui apresentadas) parece ater-se também à ideia de que qualidade são indicadores financeiros, e não muito mais. Uma abordagem *quant* facilmente identificada por métodos automatizados de busca de indicadores financeiros determinados faria a transmutação de quantidade em qualidade. Uma sugestão de que se analisem os negócios não está em lugar algum à vista.

Nós, na Trígono, vemos Qualidade (**Quality**) como bem mais que disso. Lembrando uma analogia usada pelo filósofo Thomas Kuhn (autor de “A Estrutura das Revoluções Científicas”, no mais, uma tremenda indicação de leitura), querer intuir a qualidade de uma empresa/um investimento a partir apenas de indicadores é como presumir que se conhece a cultura inteira de um país apenas olhando um cartão postal de lá.

Os resultados financeiros, como propõe a definição da MSCI, são provavelmente efeitos dos verdadeiros atributos, que, no entanto, só seriam visíveis no retrovisor (uma vez que é preciso esperar o balanço para detectá-los). Mas, se for assim, já estariam devidamente precificados, tais atributos. Para lidar com eles não seria necessário um time de investimentos, analistas, etc. Bastaria um sistema de busca pré-programado.

Vamos citar os elementos que a Trígono busca e analisa nas empresas (e que mais à frente exemplificaremos com algumas das nossas principais investidas):

- 1. Balanço sólido** (estrutura de capital e caixa disponível elevado), EVA positivo, dividendos elevados sobre o valor de mercado (yield), múltiplos baixos de P/L e EV/EBIT.
 - 2. Alocação de capital**, uso correto de capital em modernização, crescimento (orgânico ou via aquisições), recompra de
 - 3. Gestão e governança**, continuidade e efetividade de gestão, cultura organizacional, foco na criação de valor ao acionista, composição dos
- ações, dividendos, redução de endividamento, remuneração e redução do custo do capital (os princípios do EVA, basicamente, novamente).



conselhos administração e fiscal, transparência.

4. **Nichos de mercado e barreiras de entrada**, capacidade de negociar preços com clientes e fornecedores, tecnologia e produtos diferenciados, marca, relacionamento com clientes e longevidade do negócio (mostra capacidade de superar crises).
5. **Custo de reposição de ativos**, importante medida de valor real dos ativos e valor não demonstrado nos balanços e percebido pelo mercado e que funciona também como barreira à entrada de novos concorrentes.
6. **Inserção internacional**, através de exportações com rentabilidade, plantas no exterior e capacidade de competir com importações mesmo com a moeda local valorizada.
7. **Ciclicidade, mudanças tecnológicas e produtos substitutos**, como a empresa se adapta e continua apta a competir em novos ambientes tecnológicos e capacidade de se antecipar ou atender a novas necessidades dos clientes.

O EVA pode ser calculado de forma aritmética, quantificado de maneira relativamente fácil. Mas o mais importante é tentar antever o que será, e aí a busca quant de empresas que geram EVA é apenas parte do processo. A maior parte dos elementos (não citamos todos) e atributos relacionados a *Quality* requer uma criteriosa análise por um time de investimentos, que vai se debruçar sobre a base da análise fundamentalista *bottom-up*. É o que fazemos na Trígono.

Combinar empresas que atendem quesitos de *Quality* e *Value Investing*, acreditamos, tem elevada probabilidade de sucesso na gestão de um portfólio ou seleção de empresas.

Portanto, caros leitores: entre *Value Investing* ou *Quality*, não hesite: fique com ambos.

Na Trígono, buscamos levar a nossos investidores as melhores oportunidades que o mercado nos oferece, associando aos dois itens aqui considerados um terceiro: preço. É ele o elemento que fecha o trígono, que determinará o investimento ou venda dos ativos. Ainda utilizamos metodologia proprietária de avaliação do ESG, levando em conta muitos dos fatores acima elencados, além dos aspectos sociais e ambientais.

A análise de retrovisor não captura os atributos de *Quality*, só elementos quantitativos. Isso impede investidores de comprar empresas excelentes só porque os múltiplos estão elevados (ou supostamente caros), notadamente através do queridinho do mercado EV/EBITDA (já dissemos aqui que julgamos esse um péssimo indicador).

WEG é exemplo de como uma empresa de Qualidade derrubou todos os analistas que, por anos a fio, julgaram a empresa cara e devidamente precificada e pouco se ocuparam de tentar entender por que ela continuamente crescia, gerava valor e não se endividava. A resposta? *Quality*.



Conjuntura Internacional

Nos Estados Unidos, o PMI (índice de atividade no setor de serviços nesse país) segue em forte crescimento: vem aí um novo trimestre positivo para o PIB do Tio Sam.

Mais uma vez, então, voltamos ao dilema economia aquecida - inflação-juros do Fed. Enquanto for essa a discussão, o mercado permanecerá otimista, apesar de a narrativa oscilar frequentemente entre mais preocupação com a inflação e correções de mercado. A realidade é que, com o déficit fiscal americano, espera-se que a economia continue a ir muito bem, obrigado. Fica por saber: e quando a economia não performar bem? E até quando ela aguenta o déficit?

O governo americano conseguiu “resetar” a política monetária, de níveis extremamente estimulantes para um juro real alto. Quando a economia enfraquecer, o Fed poderá cortar os juros, de forma que a posição atual é confortável. Mas não tem como não ver os déficits fiscais recordes. O endividamento em bola de neve está se tornando uma preocupação real.

É fundamental que esse problema seja endereçado enquanto a economia vai bem. Porque, se houver um sinal qualquer de fraqueza enquanto o estímulo fiscal ainda estiver em níveis recordes, é difícil estimar qual será o resultado, mesmo com a boa margem de expansão da política monetária. O ajuste na política fiscal pode ocorrer depois da eleição. Mas não parece haver muita gente ansiosa para fazer isso.

Na bolsa, a grande tese nos Estados Unidos atualmente é a IA (inteligência artificial). Os avanços havidos nesse setor são de fato surpreendentes e exponenciais, e vem sendo usados para justificar *valuations* igualmente excepcionais. É apenas natural que surjam aqui e ali comparações com a bolha pontocom, no já algo distante início deste século 21 em que nos encontramos.

De fato: os múltiplos TTM (últimos 12 meses) são comparáveis. Mas as barreiras de entrada, em termos de desenvolvimento tecnológico e potencial de concentração de mercado, são maiores hoje. Há exagero nos *valuations* de várias empresas, mas ainda é pouco claro também se o *valuation* da NASDAQ como um todo é exagerado, dada a possibilidade real de a IA disputar em diversos setores e concentrar lucros (quebrando a lógica de retornos futuros baixos quando a bolsa está com múltiplos altos). Em fevereiro, o índice S&P 500 subiu 5,1%; a NASDAQ subiu 6,1%; e o Dow Jones, 1,2%.

Esse cenário de grande otimismo na bolsa americana, da perspectiva de beta e correlação das bolsas globais, em tese é bom para os ativos domésticos. Mas em termos comparativos, o investimento em *commodities* dependentes de demanda chinesa e mercados “complexos” (caso do Brasil) já não é tão interessante assim. Para grandes alocadores globais, a tese brasileira perdeu



atratividade nos últimos meses, e o fluxo negativo estrangeiro visto por aqui recentemente mostra isso. Sabemos que o mercado é cíclico, essas narrativas vêm e vão.

A Petrobras foi uma grande beneficiada pelo influxo estrangeiro, dada a perda de atratividade de petroleiras russas e chinesas no último ano. Agora, com o fluxo mais dominado por players locais, pode ser que a precificação no mercado de *small caps* melhore ante as *large caps*, em um fenômeno de *rotation* (troca de large por *small caps*), principalmente com a tese de queda na taxa de juros.

Entre os fundos multimercados domésticos, a tese de que os juros podem cair mais rápido vem reverberando, e isso pode se tornar realidade com a nova composição do BC. Uma vez que o fluxo estrangeiro retorne, seja pela recuperação chinesa, seja pela perda de atratividade comparativa dos mercados dos Estados Unidos, um cenário de alinhamento perfeito (um “trígono”) para as *small caps* domésticas pode estar a caminho. Ou seja: estrangeiros, institucionais e pessoas físicas, todos ao mesmo tempo, querendo alocar mais em renda variável. Num autêntico movimento de rebanho.

Na bolsa chinesa, vem ocorrendo o contrário: há um *rotation* de *small para large caps*. Isso é atípico para os mercados chineses: por lá, *small caps* performaram melhor e de forma muito mais consistente nos últimos anos. O que ocorre é que o estrangeiro tem saído das *large caps*, e, lembrando Aristóteles, que dizia que a natureza tem horror ao vácuo, no mercado de ações o espaço está sendo ocupado pelo mercado doméstico.

Recentemente foi divulgado o plano de metas anuais do governo central chinês para a economia. Miram agora em um crescimento “ao redor dos 5%”. Dado o contexto atual, é uma meta ousada. O crescimento de 5,3% de 2023 veio sobre o desempenho de 2022, ano ainda afetado por *lockdowns* da pandemia. Para 2024, que será comparado com 2023, crescer 5% não será fácil (no mínimo).

Dito isso, podemos esperar que o governo chinês seja bastante energético para atingir sua meta agressiva, tanto do lado fiscal quanto do lado monetário, apesar de não ter mostrado isso na meta de déficit fiscal de 3% para este ano. Em 2023, a meta era igual, mas o realizado ficou perto de 4%.

Os mais pessimistas dizem que a meta de crescimento é irreal. Mas não podemos subestimar a capacidade de entrega do planejamento central chinês, e devemos considerar a provável mudança de meta no déficit fiscal ao longo do ano. Olhando o copo meio cheio, a atual situação chinesa, com exportações do excesso de oferta com câmbio desvalorizado, dada a fraca demanda na economia doméstica, volta a ser um grande *driver* de deflação mundial (como o foi em décadas passadas).

Inflação menor, juros menores, economia cresce, aumentam o comércio mundial e demanda por produtos chineses. Será? A conferir.



Conjuntura Nacional

O destaque mensal foi o PIB do 4º trimestre que mostrou que a indústria e os serviços ganharam protagonismo no crescimento da economia. Ano contra ano, a primeira cresceu 2,9% e o segundo, 1,9%. O agronegócio não se mexeu, já que fatores climáticos pesaram, criando incertezas no campo. E ainda, os preços de soja e milho caíram, freando investimentos e expansão das áreas cultivadas.

Para o 1º semestre deste ano, nossa expectativa é ver esse estado de coisas se manter ao menos para a indústria, dadas as perspectivas muito positivas para a cadeia automotiva. O agronegócio, por sua vez, pode sentir ainda mais uma contração, em particular nos grãos e uma quebra de 10% na produção canavieira também devido a chuvas bem abaixo da normalidade, enquanto a safra 23/24 teve condições climáticas muito favoráveis.

Há ainda uma grande probabilidade de El Niño se converter novamente em La Niña ao longo do ano, revertendo os efeitos climáticos que causaram problemas na última safra; pode ser positivo para a próxima. No entanto, no hemisfério norte é o contrário. Poderá ocorrer estiagem, em especial nos Estados Unidos, que terão sua safra em pleno andamento e na fase de enchimento de grãos, quando as chuvas determinarão o tamanho e os preços no chamado *weather market*. Quando o Brasil estiver planejando a safra 24/25, já terá uma ideia bem-informada de como será a oferta norte-americana de grãos, e para onde deverão ir os preços.

A balança comercial de fevereiro foi muito forte, o Brasil vem quebrando recordes de superávit. Isso tem ajudado a conter a inflação através do dólar, que permaneceu estável no mês. O saldo da balança no mês passado atingiu US\$ 4,57 bilhões (+113,3% sobre fev/23); no acumulado do bimestre, foram US\$ 11,1 bilhões (+147%). O dado fica ainda mais impressionante se lembrarmos que os preços dos grãos caíram e que nossa moeda se valorizou cerca de 5% em 12 meses.

O saldo reflete a alta de 16,3% nas exportações nos dois primeiros meses de 2024, acumulando US\$ 46,3 bilhões; já as importações ficaram praticamente estagnadas (-0,4%), atingindo US\$ 35,2 bilhões. O preço médio da soja, campeã das exportações (US\$ 2,2 bilhões) do agronegócio, caiu 20,5% em relação a um ano antes; já o açúcar, vice-líder, teve ganho de 14%, com as exportações atingindo US\$ 1,3 bilhão, o dobro da carne bovina, cujo preço médio recuou 6,5% (e o da carne de frango perdeu 9%). Celulose (outro destaque da pauta de exportações) viu o preço médio recuar apenas 2,5%.

Fevereiro trouxe ligeiro alívio para a renda variável, após a forte queda de janeiro. O índice Ibovespa subiu 0,99%, acumulando queda de 3,8% no ano,



enquanto o índice *Small Caps* valorizou 0,47% no mês, acumulando perda de 5,9%. Como grandes destaques de contribuição positiva no Ibovespa, tivemos Weg e Itaú, que reportaram resultados bem recebidos pelo mercado. Já na ponta oposta, o Bradesco foi a grande decepção. No índice *Small Caps*, as maiores contribuições positivas vieram de Enauta e Usiminas; para baixo, Cogna. Tal desempenho nas *small caps* contraria a lógica do mercado (queda de juros), as desalentadas commodities subindo (petróleo e aço), e educação caindo, setor este supostamente beneficiado pela queda de juros e pelo apoio do governo ao FIES. Os adeptos do *top-down* ficariam desalentados.

Em termos setoriais no Ibovespa, o grande destaque foi o desempenho dos setores de bens de capital, papel e celulose e serviços financeiros. O destaque negativo foi o setor de mineração e metalurgia, impactado principalmente por uma dinâmica mais fraca do minério de ferro no mês (exceto Usiminas). Nas *small caps*, os setores de melhor desempenho relativo foram Óleo e Gás e Construção Civil; na ponta oposta, ficaram Saúde e Energia.

No último mês, vimos capital estrangeiro continuar a sair da B3, contrastando com os sinais de melhoria por parte de investidores institucionais domésticos e instituições financeiras. Após um saldo negativo de R\$ 7,9 bilhões em janeiro, o fluxo estrangeiro atingiu R\$ 9,9 bilhões. No ano, a saída de R\$ 17,8 bilhões consumiu praticamente todo o saldo positivo de R\$ 17,5 bilhões registrado em dezembro de 2023. Como em novembro houve um grande saldo positivo de R\$ 21 bilhões, podemos inferir que ainda existe uma grande gordura para ser queimada. Na contramão, os diversos segmentos domésticos absorveram esta saída, ainda que nos fundos de ações houve saída de R\$ 3,8 bilhões no bimestre.

Em relação aos indicadores econômicos, destacou-se o IPCA-15 de fevereiro, com sua alta de 0,78%, menor que o 0,82% esperado (logo, foi bem recebido). Mais perto do fim do mês veio a taxa de desemprego: 7,6%, contra 7,8% esperados, outra boa notícia.

No apagar das luzes de janeiro, o Copom baixou a taxa Selic em 0,5 ponto percentual, para 11,25%, jogo jogado, sem novidades, sem cavalo de pau. Quando os cortes começaram (ago/23), a taxa estava em 13,75%. Para a reunião deste mês (dia 20), a expectativa é de ver um novo corte de 0,5 p.p., levando a Selic para 10,75%. Qualquer corte de outro tamanho será uma grande surpresa. O sal da omelete, no entanto, será a ata, na qual se vai buscar sfolegamente indicações do que poderá estar a caminho.

Outra boa notícia veio da Fenabreve que publicou o relatório de emplacamentos de veículos referente a fevereiro. Os números foram positivos em praticamente todas as categorias, com um aumento consolidado de 27% sobre um ano antes. Os grandes destaques foram veículos leves (25,6% de crescimento sobre 2023) e veículos comerciais (+46%). Do lado dos pesados, os números



de caminhões também foram uma surpresa positiva, aumento de 5% sobre o mesmo mês de 2023, quando as concessionárias ainda desovavam os estoques dos veículos Euro 5, com preços de 20% a 25% menores que os dos modelos Euro 6. Já discorreremos longamente sobre esse tema em Resenhas anteriores. Agora, aguarda-se a recuperação da produção, que caiu 38% no ano passado.

Recordando: 2023 foi bastante impactado pela transição para a tecnologia Euro 6 e ainda havia algum nível importante de ruptura na cadeia de suprimentos. Para 2024, a sinalização é de recuperação e otimismo, com boa tendência de crescimento das vendas, e, melhor ainda, da produção para os próximos meses. Isso poderá beneficiar os resultados de investidas nossas como Tupy, Schulz, Metal Leve, WLM e Riosulense. As vendas da Scania cresceram 49,6% nos dois primeiros meses do ano em unidades, sendo que a WLM, uma das principais concessionárias Scania do Brasil, deverá mostrar um 1T24 muito robusto e um excelente ano. Em fevereiro, as vendas da Scania cresceram nada menos que 185% sobre fev/23, muito acima das demais montadoras. O motivo foi que a Scania já havia encerrado a produção dos veículos Euro 5, se antecipando às demais montadoras, e no início de 2023, só ofertava veículos com tecnologia do Euro 6, bem mais caros que os Euro 5 dos concorrentes.

O estoque de caminhões em montadoras e concessionárias está muito baixo, importante dizer: a produção vai crescer não só porque as vendas devem crescer também, mas porque será preciso repor estoques. Deve vir daí um avanço de cerca de 10% acima do crescimento das vendas, o que é ainda melhor para nossas investidas fornecedoras de componentes.

Outro tema importante, que ganhou notoriedade nas últimas semanas: o esforço do governo federal para estimular a adoção de biocombustíveis e explorar todo o potencial brasileiro nesse setor, com os programas **Mover** e **Combustíveis do Futuro**. O PL (projeto de lei) “Combustível para o Futuro” está pronto para ser votado na Câmara dos Deputados. O objetivo do projeto é alterar a matriz energética do sistema de transporte brasileiro, aumentando a participação de biocombustíveis. As montadoras receberam muito bem estes programas e estimam-se R\$ 100 bilhões de investimentos no Brasil até o final da década, com os híbridos e etanol devendo ser as grandes vedetes, deixando os elétricos importados a ver navios.

Entre as medidas propostas estão aumentar as misturas de etanol (na gasolina) e biodiesel (no diesel). Mais etanol na mistura seria ótima notícia para escoar o produto, que nas últimas safras tem sofrido com o problema de oferta excessiva, devido ao rápido crescimento da oferta de etanol de milho. No caso do biodiesel, o aumento poderia absorver importante quantidade de soja, enquanto o etanol de milho daria vazão à crescente produção do cereal no Brasil. Soja e milho requerem novos silos para que se possa dispor de ambos ao longo do ano todo. Quebra da safra de cana, priorização da produção de açúcar e recuperação forte do consumo do etanol são fatores que devem



sustentar a retomada do preço do etanol hidratado para o histórico 65% a 70% da gasolina, ante 60% a 62% que se viu ano passado e no início deste ano.

Todas estas notícias e programas são excelentes para nossas principais teses de investimento, as já citadas e ainda Kepler Weber, Jalles e São Martinho.

Como mencionado, nos últimos meses a demanda por etanol tem crescido rapidamente e a expectativa é vê-lo recuperar a paridade de preço equivalente a 70% em relação à gasolina ao longo dos próximos meses, voltando à normalidade. O setor deve ter um bom *momentum* de resultados nos próximos trimestres, dados o aumento de preço do etanol, o melhor preço do *hedge* de açúcar para essa safra, a queda substancial nos custos (diesel, fertilizantes e defensivos), a elevada estocagem atual, ao mesmo tempo que o preço das ações está perto das mínimas. Além de o consumo de etanol estar retomando os níveis anteriores, o que deverá equacionar a oferta e demanda e a relação de preço sobre a gasolina, poderá haver reforço da cavalaria, caso a mistura de 27,5% para 30% com a gasolina (no futuro, quem sabe, até os 35%) ocorra, também dentro dos incentivos do governo para os combustíveis limpos e renováveis.

O PL “**Combustível para o Futuro**” menciona ainda outras fontes de energia verde, como o SAF (combustível sustentável da aviação). O SAF é mais uma demanda potencial importante para o etanol, visto ser produzido a partir do etanol em uma proporção de 1,7 litro de etanol para cada 1 litro de SAF. Seu uso está ainda no início, mas avança rapidamente. É questão de tempo até o SAF ser adicionado cada vez mais na mistura com o querosene (hoje, mero 0,2%), visto que a aviação é responsável por 11% das emissões do setor de transportes.

A São Martinho tem licença de uso do etanol para a produção de SAF, e a Raízen já tem planos de construir plantas de produção de SAF no Brasil, inclusive com etanol G2, feito com bagaço e com preços até 2,2x mais altos que o etanol convencional. O Brasil poderá ser uma OPEP de SAF para aviação. Aviões elétricos ainda não encontraram o caminho para saírem do mundo da ficção científica. Mas muitos aviões agrícolas aqui no Brasil já são 100% movidos a etanol em seus motores a combustão, tecnologia muito diferente da usada em jatos.

Por último, mas não menos importante: o PL menciona o biometano. A ideia é obrigar produtores e importadores de gás natural a adquirir certa quantidade do combustível de forma progressiva de 1% até 10% de mistura no gás natural. Algo semelhante ao anidro na gasolina. Para a Tupy (forte entrante na cadeia de biogás, através da MWM), esse PL pode ser transformacional, ou, como se diz por aí, um *game changer*, além do setor canavieiro que produzirá, consumirá e até comercializará o biometano.



O setor é hoje muito incipiente no Brasil, mas o potencial é gigantesco, dada a quantidade de matéria orgânica que o setor agropecuário produz no país. Calcula-se que o biometano tem um potencial energético equivalente a 70% do pré-sal, mas com uma lista de coisas boas em seu favor: é renovável; requer uma fração de investimentos; usa resíduos; o custo é menor que o dos fósseis; e o mais importante: é limpo. Retira o metano produzido pela decomposição de dejetos e resíduos e evita a emissão de CO2. Não é pouca coisa.

Esse conjunto de medidas reforça a importância dada pelo governo à redução de emissões de CO2 e à disposição de fazer do Brasil um protagonista na transição energética mundial. Em dezembro, o país foi formalmente confirmado como sede, em 2025, da COP30, a conferência da ONU sobre Mudanças Climáticas. Será uma oportunidade de mostrar iniciativas e esforços. Acreditamos que o PL pode trazer grandes ganhos econômicos para o país (e para nossas teses), mas o melhor benefício será para o meio ambiente e para o nosso planeta, ainda sem substituto.

Para encerrar: a COP30 será realizada em Belém, capital do Pará e cidade-sede do Banco da Amazônia, que, acreditamos, poderá ter atuação mais destacada nos investimentos e financiamentos na região amazônica, sempre em sintonia com o ambiente.

Value e Quality Investing – exemplos práticos

Após discorrermos na parte inicial do significado de *Value e Quality*, vamos mostrar na prática algumas das nossas empresas investidas e deixamos para o julgamento de nossos leitores se aplicamos na prática o que discorreremos sobre conceitos teóricos. E convidamos aqueles que ainda não investem conosco a se juntarem a este time de empresas diferenciadas e que estão distribuídas em nossos diversos fundos e estratégias



Ferbasa-FESA4

São vários os fatores qualitativos na Ferbasa, a começar pelas reservas de cromita (matéria-prima do ferro-cromo – FeCr): a empresa detém 95% das reservas do Brasil (as 5% restantes no Amapá não são economicamente viáveis), ativo irreplicável para qualquer concorrente no país. A exploração da mina a céu aberto em Campo Formoso (BA), no final de sua vida útil, está em processo de migração para subterrânea, o que causa aumento pontual nos custos em um processo denominado tecnicamente de pushback. Mas, concretizada a migração, a vida útil pode se estender em mais 10 ou 12 anos de produção. **Já a mina subterrânea de Andorinha, responsável por 80% da produção, têm reserva para mais de 80 anos, ao consumo anual de 500 mil t.** Tais reservas estão, assim, estimadas em 40 milhões de toneladas, o que representa cerca de US\$ 12 bilhões (considerando-se o minério a US\$ 300/t. Sim: cerca de R\$ 60 bilhões. E esse é apenas o valor do mineral, sem considerar a agregação de valor ao transformá-lo em ferro-cromo. Se considerarmos o valor do FeCr em torno de US\$ 1.500/t, temos um valor agregado de R\$ 300 bilhões.

FATO RELEVANTE

A Cia de Ferro Ligas da Bahia – FERBASA, nos termos da Instrução CVM nº 358/02 e do § 4º do art. 157 da Lei nº 6.404/76, vem a público comunicar a seus acionistas e ao mercado em geral que, em alinhamento com a tendência de crescimento do consumo de aço inoxidável no Brasil e no mundo e, sendo o ferrocromo uma matéria-prima indispensável à fabricação desse produto, a Companhia implantou, a partir do final de 2010, um forte programa de pesquisa com a finalidade de ampliar os recursos minerais (minério de cromo). O programa contemplou sondagens de superfície e subterrânea, proporcionando um substancial incremento desses recursos, **que eram da ordem de 13.000.000, para 40.000.000 toneladas.**

Ressaltamos que os trabalhos de pesquisa geológica continuarão sendo realizados nos distritos cromitíferos, com o objetivo de expandir ainda mais esses recursos e transformá-los em reservas medidas.

Pojuca, 26 de março de 2012

Cia de Ferro Ligas da Bahia – FERBASA

Quanto aos fornos de ferroligas, são 14 ao todo (8 dedicados às ligas de cromo e 6 às ligas de silício), com custo de reposição bem elevado, estimamos em mais de R\$ 1,5 bilhão. Merecem destaque os 6 fornos voltado às ligas de silício, com 113 mil toneladas de capacidade, das quais até **70 mil t** são de **FeSi 75% HP (alta pureza), produto de alto valor agregado, muito utilizado na produção de aços elétricos, que, por sua vez, são empregados em eficiência energética e descarbonização (geradores, transformadores, motores, compressores, veículos elétricos e híbridos, entre outras aplicações).** Apenas para ilustrar, hoje máquinas e equipamentos estão



avaliados em quase R\$ 853 milhões no balanço (incluindo fornos, em boa parte já depreciados). E pasmem, o valor contábil das minas é de R\$ 95 milhões (isso mesmo), menos de R\$ R\$ 100 milhões, ou US\$ 20 milhões. Os investimentos no desenvolvimento das minas, como o pushback,, são contabilizados como custos, de forma conservadora, em vez de ativo imobilizado. Custos, embora as receitas serão geradas apenas futuramente.

A BW Guirapá, ativo de geração de energia eólica com capacidade de 170 MW, sendo 78,6 MW com garantia firme tem um valor patrimonial de R\$ 539 milhões. Não podemos deixar de fora aqui os 65 mil hectares de áreas florestais próprias (valor contábil: R\$ 124 milhões), sendo 26 mil ha voltados ao plantio de eucalipto (valor contábil: R\$ 349 milhões), madeira que é toda utilizada na produção de biorredutores (carvão vegetal), insumo essencial na produção de ferro silício (em substituições ao coque, de origem mineral ou fóssil).

Eis aqui outra importante vantagem qualitativa: os produtos da Ferbasa são “verdes” (especialmente ferro silício). Os dos chineses têm **60% de carvão na matriz energética.** O FeSi75% da Ferbasa é neutro, e até **carbono negativo**, enquanto o FeSi75% da China (que produz **70% do FeSi75% do mundo, sendo o maior exportador**) gera até **13 t de CO2 para cada tonelada de FeSi75% produzido.**

O FeSi75% é insumo essencial do aço, são cerca 5 kg como elemento desoxidante (reductor, ou retirada do O2 do Fe) para cada tonelada de aço-carbono produzido. A Europa vai tributar cada tonelada de carbono importada à razão de € 80/t de CO2 contido, o que colocaria o produto da Ferbasa em uma tremenda dianteira frente aos demais. Se considerarmos um preço de hectare de R\$ 30 mil (estimativa frente às últimas transações feitas por grandes produtores de celulose), teríamos um valor de R\$ 780 milhões potenciais para a floresta, ou cerca de R\$ 500 milhões acima do valor contábil. Sem contar os 40 mil ha mantidos como reservas naturais (muito acima do obrigatório pela legislação ambiental).

Outro ponto que temos visto receber pouco destaque e ainda não refletido nos resultados é a recente saída do horário de ponta (com o contrato fora do mercado regulado assinado com a CHESF). Isso não só permite operar de forma ininterrupta durante o horário de ponta (estimam-se ganhos de 5% a 8% em produção), como possui potencial para reduzir custos de energia (hoje responsáveis por quase 20% dos custos de FeCr e 31% dos custos de FeSi). Uma genuína conquista.

Mesmo com desafios de curto prazo na questão de preços das ferroligas, vemos potencial de redução de custos não só com os melhores contratos de energia, mas com a normalização dos custos de mineração após o *pushback* na mina a céu aberto (que já foi tema em Resenhas anteriores).



Para dar um peso quantitativo a todas essas vantagens qualitativas e ativos irreplicáveis: se somarmos máquinas e equipamentos pelo valor contábil (cerca de R\$ 1 bilhão), ativos florestais (R\$ 780 milhões), minas (R\$ 87 milhões), BW Guirapá (R\$ 567 milhões), ações em tesouraria (R\$ 125 milhões) e caixa líquido (R\$ 1 bilhão), chegamos a um total contábil de cerca de R\$ 3,5 bilhões, exatamente o valor de mercado atual, e apenas 10% acima do patrimônio líquido de R\$ 3,2 bilhões. Isso sem considerar o mineral contido que calculamos e toda a geração futura de caixa da companhia!

Claro, este valor é uma fração do custo de reposição e das reservas minerais, de grande valor estratégico, única nas Américas. **Acreditamos que a Ferbasa está pronta para um novo ciclo de investimentos, com ampliação da capacidade de todos os ativos produtivos. Também vemos capacidade de chegar a até 70% de autossuficiência em energia elétrica (geração eólica). Estamos seguros em afirmar que, em breve, a Ferbasa será a produtora de ferroligas com maior índice de integração. Hoje, talvez já seja a mais “verde” do mundo. Eis aí um exemplo real de qualidade e value investing.**

Kepler Weber-KEPL3

A Kepler é um excelente exemplo de *quality investing* da Trígono. Começamos a investir no *Flagship* em meados de fevereiro de 2020 (ainda no mundo pré-covid), quando o lucro anualizado da companhia não passava de R\$ 31 milhões, com valor de mercado em R\$ 780 milhões.

À época, muitos devem ter se perguntado:

“Mas Werner, onde você está com a cabeça? Investir em uma empresa totalmente sazonal, P/L de 21x e que não apresenta um lucro acima de R\$ 30 milhões há 5 anos? E ainda exposta aos riscos e volatilidade do agronegócio? Sério?”

Sempre estivemos próximos da Kepler, desde 2010, na realidade, como gestor de investimentos em suas ações. Acompanhamos o belíssimo trabalho de Anastácio Fernandes (que foi CEO entre 2006 e 2018), contratado através da consultoria Spencer Stuart para literalmente salvar a empresa. Feita a reestruturação de R\$ 500 milhões em dívidas, e sem capital de giro para operar, bastou um ano para voltar a operar normalmente e retomar a liderança de mercado.

A grande virada de chave começou em 2015, com a implementação do *Lean Manufacturing* (abordagem do *Toyotismo*, ou *just-in-time*), além da eliminação de desperdícios e atividades que não agregavam valor ao processo (tudo



perfeitamente alinhado aos princípios do EVA). Isso reduziu estoques excessivos, tornando pedidos e estoque mais “casados”, o que diminuiu de maneira acentuada a sensibilidade ao preço do aço e a necessidade de capital de giro elevado.

O LM na KW se desenvolveu a tal ponto que a otimização dos processos abriu espaço em uma área desocupada dentro do parque fabril para a construção da planta de pintura a pó. Só isso economizou nada mais, nada menos que a construção de um novo prédio e permitiu ainda modernizar o parque fabril, com uso de robôs, *layouts* e processos produtivos. O processo está em curso e deverá trazer ganhos de produtividade associados à dobradinha redução de custos/otimização de processos e ao uso das fábricas em Panambi (RS) e Campo Grande (MS).

Marca sinônimo de equipamentos para armazenagem construída em 99 anos de história, ano que entrando no seleto clube de empresas centenárias, a KW tem market share estimado em 40% no Brasil, líder com quase 4 vezes o tamanho dos maiores concorrentes. É também a única marca com presença nacional (em 75% a 80% dos negócios no mercado), com 9 centros de distribuição. **A força da marca é evidente, e nada traduz isso melhor que seus 99 anos de existência, com 25 anos consecutivos como Top of Mind em armazenagem.** Quantas empresas brasileiras centenárias, negociadas em bolsa e sem controle acionário definido você conhece?

O produtor agrícola precisa confiar em seu fornecedor de silos e equipamentos da mesma maneira que um *gentleman* do século 19 precisava confiar em seu alfaiate: um botão fora do lugar, uma costura malfeita ou uma entrega fora do prazo poderiam pôr tudo a perder. Atrasos na construção de um silo podem causar grandes prejuízos e mesmo custar toda a colheita, que não teria onde ser armazenada. E o produtor ainda antecipa 2/3 do pagamento pela construção, quitando na hora da entrega. E se a construção não for concluída? Boa pergunta.

Com equipes treinadas e empreiteiras certificadas, o índice de atraso da KW é baixo e a padronização das obras é impecável. **A Kepler, por ser referência, consegue um premium price de 10% a 20% sobre os concorrentes, algo raro de se ver, e certificado por nós, que visitamos alguns clientes e conferimos *in loco*. A empresa ainda consegue negociar o preço do aço em condições melhores que os concorrentes pelos volumes maiores encomendados e por importar aço a preço mais baixo (Coreia do Sul, Taiwan e China).**

A escala maior, portanto, permite comprar o aço diretamente das siderúrgicas, o que dá à KW vantagem em relação aos concorrentes, que compram de distribuidores. Isso facilita ainda ficar de olho aberto para eventuais aumentos



de preço da matéria-prima que representa quase 50% dos custos variáveis.

Outro ponto de grande importância é a estratégia de múltiplas frentes implementada pela companhia, para não depender apenas do produtor rural pessoa física (sensível às oscilações das *commodities* e intempéries climáticas). Hoje, agroindústrias; portos e terminais; e, principalmente, reposição e serviços ajudam a reduzir a sazonalidade. A última categoria (reposição e serviços) tem papel ainda mais destacado, por gerar receitas recorrentes. Com a entrada da Procer (empresa que atua em automação e monitoramento, adquirida em março de 2023), houve geração de receita de R\$ 88 milhões no 4T23 (R\$ 344 milhões, anualizando). Embora a Kepler seja vista como uma empresa do agronegócio e suas ações (pasmem) oscilem com o preço da soja, é na realidade uma empresa de bens de capital, conjugando projetos *taylor made* (olha o alfaiate aí), associando projetos, engenharia e manufatura, e ainda na cadeia logística do agronegócio, passando das fazendas, para caminhões, hidrovias, ferrovias, terminais de transbordo e portos, além dos consumidores locais de grãos, incluindo produtores de etanol de milho e biodiesel.

Líder de mercado, quase centenária, marca sinônimo do produto (tente pensar em lâmina de barbear, sabão em pó e palha de aço evitando os 3 nomes de que sabemos que você lembrou... com a KW é igual), elevada rentabilidade (um dos maiores ROICs de 2023: 44,2%), excelente pagadora de dividendos (R\$ 660 milhões nos últimos anos, ou 85% do seu valor no ano 2000 quando iniciamos nossos investimentos, incluindo a redução de capital), forte estrutura de capital (R\$ 160 milhões de caixa líquido, R\$ 355 milhões de disponibilidades, dívida de curto prazo de R\$ 129 milhões), enfim, a lista já está longa. Kepler Weber é, sem margem para dúvida, representante da dupla *Value Investing & Quality*. É, com muito orgulho, a empresa em cujo capital a Trígono tem sua maior participação (superior a 22%).

Destacamos ainda a migração para o Novo Mercado em julho de 2023 e a negociação de ADRs nível 1 a partir de janeiro de 2024. Mais dois golaços.



Metal Leve-LEVE3

A Metal Leve pertence ao grupo alemão Mahle, fundado em 1920, com 152 centros de produção e 12 de P&D, 72 mil colaboradores e faturamento de € 12,4 bilhões, um dos líderes mundiais em componentes para motores. A Metal Leve é a subsidiária mais rentável desse gigante em termos de margens e distribuição de dividendos. A MML tem um centro de tecnologia em Jundiaí (SP), um hub mundial para desenvolvimento de motores movidos a combustíveis renováveis e limpos.

A Mahle coloca o Brasil, portanto, como principal polo mundial para desenvolver esses motores e concentra em Jundiaí todos os desenvolvimentos relacionados a biocombustíveis, a partir do centro de Pesquisa e Desenvolvimento. **Trata-se do 2º maior centro de desenvolvimento de motores da América do Sul – e do Centro de Engenharia das Américas para sistemas de filtros.** Ali já foram realizadas mais de 250 mil horas de testes e validações de novos produtos, com mais de 50 clientes desenvolvendo tecnologias em conjunto. Dali já saíram também 10 patentes (e inúmeras inovações tecnológicas).

Mas não para por aí: por estar sob o guarda-chuva do Grupo Mahle, a MML se beneficia dos demais 11 centros de P&D espalhados pelo mundo (Alemanha, Estados Unidos, China, Japão e outros), que investem em diversas aplicações, inclusive em eletrificação, o que dará à empresa acesso a diversos mercados no futuro, seja qual for o caminho na transição energética dos transportes. Não cabe à MML, então, reinventar a roda: basta deixar todas as pesquisas em tecnologia de eletrificação de veículos a cargo da Mahle e ir atrás do que é seu forte: investir em motores a combustão, híbridos, etanol, biometano, etc., e caso necessário, utilizar e distribuir componentes relacionados à eletrificação de veículos no Brasil.

Líder em *aftermarket*, a Metal Leve tem um amplo portfólio de produtos, de componentes de motor mecânico a filtros, climatização, equipamentos para oficinas e componentes de motor elétrico. Em muitos destes, é líder de participação de mercado e “queridinha” em oficinas mecânicas, retíficas e distribuidores de peças. Essa vantagem de marca é da maior importância: além de facilitar repasse de custos, blinda a companhia contra produtos chineses de qualidade inferior.

A marca Metal Leve em si é um ativo de grande valor. Curiosamente, foi fundada em 1950 por Ernst Mahle, o desenvolvedor de motores da Mahle em 1922, e por José Mindlin. Ernst Mahle se desfez do investimento na Metal Leve no final de década de 1950 para concentrar suas atividades na Alemanha. Em 1996, no entanto, a ML teve seu controle acionário comprado pela Mahle, fechando o círculo de volta às origens.



Outro diferencial é a capacidade de distribuição de proventos sem comprometer sua estrutura de capital. São raras as companhias que conseguem distribuir praticamente 100% do lucro, investir e crescer ao mesmo tempo. Desde a pandemia (maio de 2020), foram distribuídos R\$ 2 bilhões em proventos aos acionistas (R\$ 1,38 bilhão só em 2023), o que faz dela uma das maiores distribuidoras de dividendos da B3, com 100% de payout, mantendo uma posição de caixa de R\$ 513 milhões (set/23) e caixa líquido de R\$ 69 milhões. Fica evidente a sólida estrutura de capital.

Líder de mercado, com 73 anos de história, detentora de tecnologia mais avançada em componentes para motores, com uma das maiores margens de rentabilidade do setor, a Metal Leve é um exemplo perfeito do binômio *Value Investing & Quality*, com o atributo extraordinário de gerar valor e distribuí-lo aos acionistas. É a empresa mais rentável do Grupo Mahle em todo o mundo e a única de capital aberto. Podemos assim chamá-la de a “joia da coroa” da Mahle.

São Martinho-SMTO3

Tecnologia, manejo agrícola, colheita de cana diferenciada (em duas linhas), preparo de solo e tratamentos culturais são todos diferenciais da São Martinho em relação às empresas do setor. Ter um processo agrícola avançado e eficiente é de extrema importância, uma vez que os custos desta atividade representam 70% do total de custos da companhia, e destes quase 40% se referem à etapa de colheita (o custo do diesel pesa bastante: são cerca de R\$ 450 milhões/ano).

O manejo agrícola, custos e produtividade fazem toda a diferença (o processo industrial é de menor importância). Essencial também são cogeração de energia, raio médio dos canaviais e logística (ferrovia e proximidade com portos e centros de consumo de etanol).

O desenvolvimento do biometano já anunciado pela empresa, em escala inicial de 20% do potencial total, é um possível *game changer*. Os custos do diesel poderiam vir a ser substituídos futuramente, à medida que a potência dos motores movidos por esse biocombustível evolua, bem como a oferta de caminhões, mesmo máquinas agrícolas, além de bombas utilizados no processo.

Em outubro passado, foi aprovada a implantação de uma unidade produtora de biometano, com capacidade de 15,6 milhões de Nm³ (metros cúbicos normais) de biometano, padrão ANP, a ser comercializado inicialmente com a Compass. No futuro, a São Martinho poderá expandir bastante sua produção de biometano, talvez até para além do consumo próprio, pois a demanda já existe e continuará avançando.



A partir de 2026, 1% do gás natural comercializado pelas distribuidoras deverá conter biometano, com o percentual chegando a 10% até 2034. A empresa gera 1,02 milhão de toneladas de CBIOS (equivalente em neutralização de toneladas de CO₂), comercializados com distribuidoras, que poderão aumentar de forma significativa com o advento do biometano, já que esse combustível reduz o uso de diesel e até de fertilizantes químicos.

O valor de reposição dos ativos da São Martinho é praticamente irreplicável para qualquer **player** do setor. Repor uma usina de cana-de-açúcar custa em média R\$ 2 milhões para cada mil toneladas de esmagamento (para etanol de milho, a média é R\$ 1 milhão). Ou seja, para construir uma usina greenfield com 24 milhões de toneladas de capacidade o custo ficaria em quase R\$ 50 bilhões (sem contar a própria cana), mais de 5 vezes seu valor de mercado. Cana própria é o termo que se usa no setor e qualifica a procedência da cana tecnicamente.

Se considerarmos os preços médios do açúcar em US\$ 0,22/libra e um custo de US\$ 0,15/libra (um dos menores do setor), construir uma usina do zero traria um ROIC abaixo de 9%, muito abaixo, portanto, do custo do capital (além dos riscos de mercado e de ser impossível obter cerca de 350 mil hectares de canaviais perto de novas unidades).

Mas não paramos por aqui: **os 55 mil hectares de terras próprias estão avaliados em R\$ 6,3 bilhões (pela consultoria Deloitte), com localização muito próxima de centros urbanos e equivale a 63% do valor de mercado da São Martinho**, fora maquinário, usinas, geração futura de caixa e 250 mil hectares de canaviais próprios com custo de implementação de cerca de R\$ 20 mil/ha, ou R\$ 5 bilhões (o restante da cana-de-açúcar vem de 100 mil ha de mil produtores). **Só aí temos R\$ 11,3 bilhões, enquanto o valor de mercado é de R\$ 9,6 bilhões** (o EBITDA anual chega perto de R\$ 3 bilhões).

Destacamos ainda que a unidade de Pradópolis (SP) é a maior do mundo em capacidade de esmagamento de cana: são cerca de 10 milhões de toneladas, o que tem importância nos ganhos de produtividade. Há ainda a cogeração de energia e um ramal ferroviário que reduz o custo logístico.

A unidade obteve duas certificações:

- ISCC Corsia Plus (Certificação Internacional em Sustentabilidade e Carbono);
- ISCC EU – que atende aos requisitos da exigente UE (União Europeia) de conformidade para energias renováveis, somando-se à unidade Santa Cruz.

A empresa habilita-se, assim, a fornecer SAF (Combustível Sustentável para Aviação, na sigla em inglês), de elevado valor agregado. Estima-se que o SAF pode reduzir em 80% as emissões de gases de efeito estufa na aviação e que terá papel fundamental para o setor chegar à neutralidade até 2050.



Em 2024, a empresa inicia a produção de 200 MW de capacidade adicional para cogeração de energia, em adição aos 900 MW em operação. A atual cogeração resulta em R\$ 190 milhões de receitas, com custos praticamente insignificantes (queima de bagaço). Também estão em estudo a duplicação da planta de etanol de milho, com capacidade atual de 210 milhões de litros e 150 mil toneladas de DDGs (grãos secos de destilaria, proteína de alta qualidade) e conversão da planta Usina Boa Vista (com capacidade para esmagar 5 milhões de toneladas e produzir 600 milhões de litros de etanol) para produção de açúcar. Assim, poderia produzir cerca de 420 milhões de litros de etanol e adicionar 500 mil toneladas de açúcar (avançando a capacidade em cerca de 30%).

E para gerir a logística em 350 mil hectares, a São Martinho investiu cerca de R\$ 150 milhões no projeto COA (Centrais de Operações Agrícolas), em conectividade e telecomunicações, em parceria com CNH, Ericsson, Vivo e Tim; e na plataforma de *big data* da KPMG e Microsoft. O uso de 4G e 5G permite reduzir o consumo de combustíveis e a emissão de gases de efeito estufa, adotar procedimentos de manutenção preventiva e fazer melhor uso racional dos equipamentos. Para se ter ideia: a frota da São Martinho percorre cerca de 90 mil km/dia. São cerca de duas voltas no planeta Terra.

CERTIFICAÇÕES



Para fechar com a proverbial chave de ouro, há uma discussão sobre incidência de IR nos precatórios recebidos da Copersucar nos últimos anos (montando **a mais de R\$ 1,4 bilhão**, com rendimento de CDI). Se a decisão vier a ser favorável, todo esse volume reverterá para lucro e caixa, e possivelmente dividendos.

Resumindo: a São Martinho é uma das mais rentáveis e sustentáveis agroindústrias canavieiras do mundo, produtora de açúcar, etanol, DDGs, leveduras e energia elétrica de biomassa e, brevemente, biometano e habilitada a continuar crescendo organicamente. Também tem operações agrícolas no estado da arte, com elevado índice de integração (70% cana própria), forte estrutura de capital e valor de mercado que representa menos de 20% de valor



de reposição de ativos. Se algum investidor busca valor e qualidade, a São Martinho oferece ambos, e no combo ainda vai uma governança excelente. Nos últimos 10 anos, o EBITDA saltou de R\$ 767 milhões (safra 13/14) para cerca de R\$ 3 bilhões (estimados para a safra 23/24). Quase 15% ao ano. Portanto, além de tudo isso, leva-se crescimento, sem ônus aos acionistas.

Schulz-SHUL4

Pouco conhecida pelo mercado, a Schulz talvez seja um dos casos mais representativos de “quality e value investing” na bolsa brasileira no universo small caps e em todo o mercado da B3. A companhia coleciona premiações das principais montadoras globais nos últimos anos, graças à excelência de sua gestão e produtos de qualidade excepcional, atestados pelas inúmeras premiações e certificações.

Merecem destaque:

- a premiação como **Melhor Fornecedora Global de máquinas agrícolas da John Deere, em 2022 (dentre 650 fornecedores)**.
- por **três vezes nos últimos dez anos**, conquistou o selo **Supplier Quality Excellence Gold, da Caterpillar**, láurea que só mais quatro fundições no mundo obtiveram.

Esse currículo estrelado habilita a Schulz a fornecer para qualquer unidade dessas empresas no mundo. Há premiações também com diversas outras montadoras, também bastante importantes como da DAF, Volvo, Mercedes, MWM, Jost, Meritor, para citar só algumas.

O ciclo de desenvolvimento de novos projetos leva até 3 anos, considerando testes e certificações. Acreditamos que todo o relacionamento conquistado junto a esses clientes ainda não está totalmente refletido nas demonstrações de resultados.

Com investimentos de R\$ 713 milhões nos últimos 5 anos, a Schulz se coloca entre as empresas industriais do setor automotivo que mais investem, relativamente, no Brasil. Para se ter uma dimensão: desde 2018, a Marcopolo, que fatura quase 3,5x mais que a Schulz e fez grandes aportes para elaborar os chassis G8, sucesso no setor de ônibus, investiu não mais que R\$ 834 milhões.

Mas para onde vai todo esse investimento?



Pois bem: suas fábricas são estado da arte. São quase 200 centros de usinagem CNC Heller e 50 tornos CNC de primeira linha, além de 50 robôs alemães Kuka, produzindo de forma autônoma. É uma fábrica 4.0, referência mundial no setor.

Investimentos em automação na Schulz estão por toda parte, inclusive no novo armazém vertical, de 19 metros de altura. Lá operam 6 empilhadeiras trilaterais trazidas da Alemanha. E mesmo na fundição (atividade considerada “ultrapassada”), há uma das maiores painéis vazadoras do mundo (só mais 3 existem em operação), com automação elevada e controles de operação que quase dispensam interferência humana.

Os investimentos não param por aí: o orçamento de capital para este ano prevê até R\$ 185 milhões para continuar avançando em automação (mais que o dobro do ano passado, R\$ 90 milhões).

Mesmo com cerca de R\$ 220 milhões investidos e R\$ 120 milhões de proventos distribuídos nos últimos 2 anos, a dívida líquida saiu de R\$ 482 milhões para um caixa líquido de R\$ 153 milhões, ou seja, houve uma variação positiva no caixa líquido de R\$ 635 milhões, e isso em um 2023 particularmente desafiador, com queda de cerca de 38% na produção de caminhões. Somando-se investimentos, dividendos e os R\$ 635 milhões de variação positiva de caixa, temos gerado aí quase R\$ 1 bilhão (após impostos, capital de giro e custos financeiros). O ano fechou com lucro recorde: R\$ 278 milhões.

A linha de peças e reposição tem ganhado muito espaço e representatividade, crescendo 45% sobre 2022, notadamente na linha de freios (aumentando em 53% as receitas nesta linha no 4T23 sobre 4T22). A Schulz tem se especializado em sistemas de freios para caminhões, especialmente para compressores de freio, com elevado nível de qualidade (mas nem precisava dizer).

Os investimentos têm levado a novos modelos de negócios, como a SchulzTech, que monitora em tempo real e faz análise preventiva de possíveis falhas no sistema a partir da implantação de sensores. Deve entrar em operação neste ano. As vendas de compressores via *e-commerce* (que cresceram 71%) e Schulz Store (avanço de 30%) representam novas alternativas de vendas diretas ao consumidor.

Concluindo: a empresa tem instalações industriais, processos e equipamentos dos mais avançados no mundo. É reconhecida e premiada por sua excelência pelas principais multinacionais nas três linhas, John Deere (agrícola), Caterpillar (offroad) e DAF (caminhões). Nos últimos 7 anos, o crescimento anual composto foi de 14,5%, subindo de R\$ 571 milhões para R\$ 1,5 bilhão em 2023 (e o lucro saltou de R\$ 31 milhões para R\$ 278 milhões, nada menos que 37% ao ano). Nem seria preciso lembrar (porém lembremos), mas o



período viu uma pandemia, crises, elevação nos juros. Nada disso paralisou investimentos nem afetou a remuneração de seus investidores, enquanto o caixa líquido se fortaleceu. Trata-se de um exemplo pronto e acabado do significado do Value Investing e, acima de tudo, *Quality*.

Há quem nos critique por investirmos em empresas micro caps (caso da Schulz, com valor de mercado de R\$ 2,5 bilhões) e que estas possuem muito risco. A estes só temos a dizer: *Small is Beautiful*.

Suzano-SUZB3

Aqui, as vantagens vão além da própria competência da companhia. A começar pela vantagem competitiva geográfica: as condições climáticas brasileiras. Aqui, o eucalipto plantado está pronto em 7 anos ou menos, com uma ou duas rebrotas, sem precisar de um novo plantio. Em outros países, o pinus demora de 14 anos a 20 anos (na Noruega, pode chegar a 50 anos). O clima tropical e subtropical é determinante em relação ao hemisfério Norte em cujo inverno as árvores entram em estado de hibernação e não de desenvolvem.

O Brasil tem produtividade média de 40 m³ por hectare/ano, com potencial de chegar 70 m³/ha. Em países como Indonésia (acácia) e Chile (eucalipto), o potencial não passa de 30 m³/ha. No longo prazo, há dúvidas se a oferta de madeira bastará para atender à demanda. De acordo com a FAO, nos últimos 30 anos a demanda avançou 28%, enquanto as fontes encolheram 4%. A Suzano tem mais de 1,6 milhão de hectares de florestas plantadas, das quais 1,3 milhão de ha são de florestas próprias (em quase 700 mil ha de terras próprias). Tais dimensões tornam a Suzano praticamente irreplicável por outros *players*.

A companhia vem reduzindo seu raio médio da floresta até as plantas de celulose, o que fará diminuir ainda mais custos de produção que já são hoje, de longe, um dos menores da indústria em todo o mundo: R\$ 816 por tonelada no 4T23. **O Projeto Cerrado terá um raio médio de 65 km (hoje, 200 km), com um custo por tonelada de incríveis R\$ 500, e aumentará em 2,5 milhões de toneladas a capacidade de celulose da companhia (de 10,9 milhões para 13,4 milhões de toneladas)**. Mesmo que algumas concorrentes queiram ampliar sua capacidade, a disponibilidade de terras aptas para cultivo de árvores produtoras de madeira para celulose é uma grande barreira de entrada. Mais ainda, se considerados: distância média em relação à planta, custo logístico, custo da terra, arrendamento ou da própria madeira mesmo.

E as vantagens não param. A Suzano conta com oito unidades produtoras de celulose em diferentes localidades, minimizando o risco climático; quatro unidades para produção de papel de imprimir e escrever; uma de papel-cartão (embalagens); quatro de papel tissue (de uso sanitário e descartável); e uma



de lignina, além de produção de energia de biomassa. Destacamos ainda: a ferrovia própria em Imperatriz (MA) e um terminal portuário próprio (ES) que atende às unidades em Mucuri e Eunápolis (BA) e Aracruz (ES).

Outra avenida de oportunidade é a do carbono. A empresa já identificou potencial de geração de créditos de carbono equivalentes a mais de 30 milhões de toneladas de CO₂, dos quais 7,5 Mt CO₂eq já foram submetidos a validação e 1,7 Mt CO₂eq já foram aprovados. A preços que podem ir de US\$ 20/t a US\$ 50/t de CO₂eq, isso representa receita adicional potencial de US\$ 600 milhões a US\$ 1,5 bilhão ao ano, sem custo (exceto 15% de IR). Além das certificações internacionais, sua efetivação depende da comercialização internacional desses créditos com empresas que precisem neutralizar suas emissões e mesmo com fundos de investimentos, seja como ativo, seja com o propósito (vejam só) de neutralizar emissões equivalentes proporcionais a seus investimentos. Mercado ESG tem grande potencial.

Ainda sobre ESG: celulose e papel têm grande potencial para substituir plásticos, principalmente em embalagens, e até tem têxteis substituindo fibras de origem fóssil.

Resumindo: maior empresa do mundo na produção de celulose (maior que o 2º e o 3º colocados somados) com um dos menores custos (Projeto Cerrado será a planta de menor custo do mundo), qualidade das florestas, tamanho e raio das plantas irreplicáveis, vantagem climática do Brasil, contínuo desenvolvimento genético. Por tudo isso, a Suzano, em nossa opinião, é Tier 1 no quesito *Quality* no setor (e mesmo na comparação com outras indústrias).

Crescimento (orgânico e por aquisições), política continuada de recompra de ações e distribuição de dividendos, *hedge* da dívida, alavancagem financeira mantida em níveis adequados (mesmo investindo no Projeto Cerrado) e contínua criação de valor aos acionistas – há mais que suficientes motivos aí para fazer da gigante Suzano um caso exemplar de *Value Investing*, mesmo entre *large caps*. O arremate de gênio no quadro: trata-se de uma empresa de 100 anos.



Tupy-TUPY3

A Tupy tem mais de 2.200 engenheiros e técnicos em seu quadro: mão de obra altamente qualificada e atendida para as principais mudanças do setor. Isso e seu processo de produção bastante complexo são características de difícil replicação. Nos últimos anos, a empresa trouxe inúmeros especialistas e engenheiros renomados e fez parcerias com líderes globais em tecnologia e engenharia automotiva, que aos poucos a vão posicionando como ofertante de soluções para montadoras (e não o contrário). Todos estes investimentos em recursos humanos de excelência aparecem como despesa ou custo, mas as receitas ainda virão, e não serão poucas.

Muitos carimbam a companhia como uma “perdedora” quanto à descarbonização. Por aqui, o que vemos é bem o contrário: uma das favoritas a ser vencedora, especialmente em veículos comerciais e pesados, e na busca por descarbonização com biocombustíveis, biometano e hidrogênio. E surge o agronegócio com um potencial muito relevante, embora despercebido pelo mercado. Mas logo fará barulho. Tal como na Schulz, o ciclo de desenvolvimento de novos projetos é longo e tudo que foi feito nos últimos anos ainda não está refletido. Custo e caixa, no entanto, já vêm sendo impactados, embora receitas e agregação de valor aos produtos ainda estejam por vir, especialmente do agronegócio e produtos de elevado conteúdo tecnológico, sim, disruptivos.

Com R\$ 1,6 bilhão investidos desde 2018, diversas frentes estão sendo “pavimentadas”, entre eles o avanço em usinagem (podem agregar 100% de valor na mesma peça e ainda reaproveitar 20% do volume como sucata); *ultra light iron block* (mesmo peso do bloco de alumínio, custos 25% menores e menos vibração); e soluções para motores a hidrogênio que vêm ganhando os holofotes. Mas os investimentos orgânicos contam só uma parte da história.

O processo de sinergia com as adquiridas Teksid e MWM está em curso, com potencial de que a planta de Betim (MG) se torne a mais rentável da companhia. Também há possibilidade de flexibilizar a produção entre os parques fabris, priorizando determinados produtos, de acordo com vocação e custos de cada planta e a demanda em diferentes mercados.

A MWM traz para dentro de casa um modelo de negócios integrado (fundição, usinagem, montagem e testes) e diversificação de receitas, com geradores e soluções de descarbonização e o mercado de reposição.

Imagine a cara leitora, o caro leitor, uma empresa como a MWM (Motoren-Werke Mannheim AG), fundada na Alemanha de 1922 para fornecer motores à Mercedes Benz (de mesmo dono), que tornou as operações no Brasil (para onde veio em 1953) em um negócio de múltiplas aplicações. Agronegócio, inclusive. Hoje, está voltada para uma extraordinária avenida de crescimento focado em descarbonização e energia, novas soluções de motores e distribuição de



componentes automotivos. Em breve, terá até fertilizantes organominerais, substitutos de nutrientes de origem fóssil.

Até o final de 2022, a MWM esteve sob controle da Navistar, que enfrentava grandes dificuldades financeiras. Sob comando da Tupy, liberou-se das algemas que a impediam de investir, crescer, diversificar e mais importante: criar cada vez mais valor aos acionistas.

Em 2011, a empresa deu seu grande salto internacional ao comprar duas plantas do grupo Saltillo por US\$ 435 milhões (ao câmbio atual, R\$ 2,2 bilhões, ou 2/3 de seu valor atual de mercado). Desde então, suas receitas cresceram quase 5 vezes, o que a deixa apta a ver o lucro crescer na mesma proporção quando sinergias e extração de valor das aquisições estiverem concluídas.

Para se ter ideia, em 2012, primeiro ano com as operações mexicanas, o lucro líquido da Tupy foi de R\$ 66 milhões; o EBITDA, de R\$ 363 milhões; e o valor de mercado bateu em R\$ 2,7 bilhões, ou seja: nada menos que R\$ 500 milhões acima do que foi pago pelas unidades mexicanas. É enorme o potencial para destravar valor quando os resultados ficarem mais claros, o mercado perceber a real dimensão da Nova Tupy (como a chamamos) e os novos negócios passarem a gerar receitas e resultados.

O verdadeiro seguidor do *Value Investing* é paciente e enxerga muito antes de o mercado perceber o que está acontecendo. Comprar ativos precificados e que pouco têm a apresentar de diferente nos anos seguintes pouco (nada, na verdade) tem a ver com o conceito de *Value Investing*. Para nós, a Tupy é talvez o caso mais claro deste preceito (o que só torna mais irônico que o mercado não o perceba). Qual a razão? Desconhecimento e crenças equivocadas sobre eletrificação, notadamente de veículos pesados. O hidrogênio, também um futuro negócio da Tupy, logo será percebido como uma solução muito mais limpa, econômica e funcional.

A Tupy é muito mais que uma fundição ou empresa metalúrgica. É, isso sim, uma empresa de tecnologia de ponta, líder mundial no mercado de blocos e cabeçotes, com inovação e tecnologias disruptivas. Pouca gente vê isso. Hoje, a Tupy pode fazer praticamente o que qualquer fundição no Brasil já faz, já o inverso não se verifica. Para não nos estendermos muito mais, no início de março recente, lançamos a Resenha Especial sobre a Tupy: lá, destrinchamos todo o modelo de negócios a partir de uma visão qualitativa.

Com três plantas no Brasil, duas no México e uma em Portugal, a Tupy é uma multinacional com vantagens comparativas, flexibilidade de operações, mercados, acesso a matérias-primas e crescimento. *Quality* e *Value Investing* na Tupy são, como diz o bispo de Canterbury em “Henrique V”, de Shakespeare, “claros como o Sol do verão”.



Desempenho dos Fundos – Fevereiro 2024

“O ano só começa depois do Carnaval.”

A expressão popular serviu como se feita sob medida para os nossos fundos neste início de ano.

Com um janeiro amargo e um fevereiro azedo até a metade, alguns de nossos fundos chegaram a acumular 11% de queda no ano. Coincidência ou não, o ponto mais baixo veio logo na virada do Carnaval – com Flagship e Delphos (a título de exemplo) perdendo 4,3% e 4,4% no mês, respectivamente. A recuperação veio na 2ª metade de fevereiro – a partir daí, praticamente todos os nossos fundos voltaram ao azul: Flagship (0,8%), Verbier (1,2%), Icatu 100 (0,2%), Power (1,1%) e Horizon (3,2%). O Delphos foi a “ovelha negra”, o único negativo no mês: -0,9%. Praticamente todos também superaram seus benchmarks (índices de referência) – menos, sim, ele, o Delphos, e o 70 Prev (0,2%, ante 0,8% do CDI).

E houve, além do fim do Carnaval, o Ano Novo Chinês (comentado na Resenha de janeiro), o Ano do Dragão, que, no horóscopo chinês, é o mais bem afortunado dos signos, entre 10 e 13 de fevereiro do nosso calendário. Os supersticiosos de plantão podem se divertir tentando descobrir qual evento mais contribuiu para a recuperação de fevereiro.

A Trígono não trabalha com mitologias, misticismos e muito menos segredos. Apenas vimos os fundamentos sobressaindo (ainda que muito defasados), seja pelo início da temporada de resultados do 4º trimestre, seja pela qualidade de nossas teses. Por falar em qualidade, aproveitaremos o tema central desta resenha para discorrer sobre os principais pilares qualitativos de algumas das teses investidas pela Trígono, pilares estes que julgamos centrais para o sucesso e a longevidade dessas companhias.

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

Engana-se quem acha que a Trígono é uma casa exclusivamente *buy-and-hold*. Sim, temos um baixo giro de ativos nas carteiras e construímos posições nas companhias com horizonte de dois a três anos ou até perpétuo, desde que continuem a gerar valor e os preços das ações no mercado não representem seu valor. Ou seja, se tudo ocorrer como imaginamos e o valor criado pela investida aumentar a cada ano (num valor de mercado que justifique, claro), não vemos motivo para não seguir lá por cinco, dez ou mais anos. Por exemplo: **a carteira do Delphos em 2023 teve 80% de sobreposição à de 2022. Ou seja: apenas 20% da carteira foi modificada – entre novos nomes e realocação entre as próprias investidas.**



Não estamos paralisados ou inativos, é muito importante deixar isso claro. Avaliamos e reavaliamos investidas em nossos comitês semanais de investimentos e sempre estudamos novos nomes e alterações nas carteiras. Mas estamos cada vez mais confortáveis com as teses investidas e com o valor por trás dos negócios que carregamos.

Uma coisa que seis anos e meio como gestor da Trígono e 42 anos de vivência no mercado financeiro ensinaram é: estamos sempre aprendendo. Volatilidade e os “famosos” consensos, quando quase todos correm atrás de dados (que são inerentemente instáveis) e notícias econômicas pontuais, são o arroz com feijão do mercado. Não há diferencial algum em usar essas informações que estão ao alcance de todos, como dizem os mestres do *Value Investing*.

Contrariar o consenso, “segurar fio desencapado” não é algo para o qual o gestor médio está preparado. Quando os fundos geridos desempenham abaixo do mercado, aí, sim, é que se vê do que o gestor é feito. Alguns se rendem ao mercado, e aí veem suas teses deixadas de lado subirem fortemente; bate aquela ressaca moral, um sentimento agudo de arrependimento. Como se diz, abrem o bico e muitos decidem mudar de atividade, não aguentam a pressão, o tranco e a frustração. Mas como suportar? Paciência e tenacidade.

Investidores em geral tem o mesmo comportamento geral. Já tivemos ocasião de escrever neste espaço sobre como o comportamental domina o racional (ou, em uma certa licença poética, o coração domina a razão). **Richard Thaler, Nobel de Economia de 2017,** tem uma longa e profunda produção literária e científica sobre “*behavioural economics*”, e já o citamos diversas vezes aqui.

O início de ano negativo não abalou em nada o otimismo e a confiança na Trígono. Vamos ilustrar isso com um pouco da história de um grande investidor, admirado por suas muitas contribuições ao mundo dos investimentos e além: **John Marks Templeton** (1912-2008), norte-americano do Tennessee, naturalizado britânico nos anos 1960 após se mudar para Nassau (Bahamas) e tornado “Sir” pela rainha Elizabeth 2ª em 1987 pelas suas ações em favor da filantropia. Dele veio uma fantástica peça literária, livro de cabeceira mesmo, favorito da casa: “Leis Universais da Vida: 200 Princípios Espirituais Eternos” (Editora Novo Século – 1ª edição: 2011). Em inglês ele ainda é editado, mas em português o livro é raro. E um tanto caro, mas, se encontrar por aí, não hesite. Já citamos no início da resenha, mas nossa recomendação pelo livro é tão grande que reforçamos aqui mais uma vez e já recomendamos em outras oportunidades.

O livro tem pouco (nada, na verdade) a ver com investimentos, mas reúne conhecimentos e conselhos extraordinários – úteis, inclusive, para investimentos. Templeton foi um visionário nos mercados financeiros e um grande apoiador de estudos que relacionam ciência, religião e espiritualidade. Em 1937, iniciou sua carreira em Wall Street, quando ainda reverberava (forte)



a **Grande Depressão** e já se via tomar forma uma segunda Grande Guerra. Os efeitos nos mercados foram devastadores.

No que o observador médio via terra arrasada, Templeton via um cenário de oportunidades. Sua primeira grande tacada foi investir US\$ 10 mil em 104 empresas que valiam menos de US\$ 1 por ação. Em cem dessas empresas ele obteve lucro; em alguns anos, seu capital quintuplicou. Não foram empresas escolhidas ao acaso: com uma guerra a caminho na Europa, ele viu que elas se beneficiariam com o cenário que se desenhava.

Otimista de “carteirinha”, Templeton foi um entusiasta da busca pelo aprendizado contínuo. A John Templeton Foundation tem como lema a frase de seu criador: “Quão pouco sabemos, quão ansiosos por aprender”. Ele tinha uma forte ligação com a religiosidade, o que é, reconhecemos, atípico no mundo dos investimentos. E reforço aqui o que estava na entrada do templo e oráculo de Delphos, *Conhece a ti mesmo*, supostamente atribuída a Sócrates. Para a vida e para investimentos também.

Templeton desafiou as práticas convencionais de Wall Street na década de 1950 (e a Trígono incorporou isso em seu lema, **Além do Óbvio**). Ele criou o *Templeton Growth Fund*, que foi pioneiro em fundos diversificados globalmente. Foi assim que encontrou grandes pechinchas no mercado financeiro do Japão na década de 1960. Ele se mudou para Nassau para ficar longe do burburinho do mercado. Alguns dizem que sua vantagem era receber o *The Wall Street Journal* com uma semana de atraso: o intervalo dava a ele (segundo essa lenda) tempo que o ajudava decidir de forma racional, depois de todo o barulho que as “notícias quentes” de *Wall Street* causavam no mercado e a poeira baixava, com os preços voltando à racionalidade.

Não parece tão improvável assim: Warren Buffet e Charles Munger vivem/ viveram em Omaha, cidade encravada no estado de Nebraska, que já é, por sua vez, encravado no meio dos Estados Unidos. Omaha tem pouco menos de 500 mil habitantes, e seu principal jornal é o *Omaha World-Herald* (com circulação diária de cerca de 71 mil exemplares). Apesar do nome, o jornal trouxe, no dia 4 de fevereiro (domingo), só uma notícia internacional: a ajuda de US\$ 500 milhões à Ucrânia (há 2 anos em guerra com a Rússia) dada por ninguém menos que Howard Buffett (filho de Warren).



Templeton abordava os investimentos de forma quase única, combinando visão de longo prazo e desafio às tendências do mercado. Aqui fazemos um paralelo com o mercado atual: há alguns meses, há uma clara preferência por empresas com maior liquidez, fundos e investidores operando de acordo com o tom do Fed (BC dos Estados Unidos) ou das atas do Copom.

A Trígono tem participação em empresas que o mercado ignora, e que, no entanto, são excelentes: histórico de crescimento nos últimos 5 anos, atravessando duas barulhentas eleições, pandemia, guerras, juros em disparada, recessão, aversão a risco, mercados emergentes e *small caps*, a lista iria longe.

Mais do que nunca, nossas principais empresas estão sendo ignoradas ou mal precificadas. No dia em que os fundamentos sobressaírem, os preços serão outros. Quando? O futuro dirá.



Fonte: John Templeton Foundation; <https://www.templeton.org/pt/>

O ano não iniciou bem para o Delphos, que finalizou fevereiro em leve queda de 0,9% contra alta de 0,9% do IDIV. Nos 2 primeiros meses de 2024, o fundo acumula queda de 7,7% contra uma desvalorização de 2,6% do *benchmark*. Esse desempenho relativo pode ser explicado pela maior preferência por ativos mais líquidos, a partir de uma visão mais *top-down* do mercado. Como avaliamos empresas de maneira minuciosa e criteriosa, acreditamos que o início da temporada de resultados pode ser um catalisador para a retomada das cotações. Com uma janela de curto prazo desfavorável, em 24 meses o Delphos fica atrás do IDIV por 5,8 pontos percentuais, valorizando 26,7%. Desde seu início em abril de 2018, o retorno acumulado é de 208,9%, resultando em um alfa de 109,8% sobre o IDIV.



Os setores que contribuíram positivamente foram o Agronegócio e Serviços Financeiros, ambos com 0,3% de alta. Do lado negativo, Mineração e Metalurgia foi o principal detrator, com queda de 0,7%, seguido pelo Consumo, com queda de -0,5%.

Abaixo segue o desempenho histórico do fundo:

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-0,9%	-7,7%	6,2%	26,7%	70,7%	108,5%	208,9%
IDIV	0,9%	-2,6%	26,2%	32,5%	44,7%	39,6%	99,1%

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

Em fevereiro, o Flagship apresentou uma leve recuperação, ao subir 0,8% contra 0,5% do SMLL, leve alfa de 0,3 ponto percentual. No acumulado de 2024 até aqui, nosso fundo está um pouco atrás, com queda de 7,1% contra desvalorização de 6,1% do benchmark, fruto de um início de ano mais desafiador para as small caps. Vale lembrar que estamos bem desconcorrelacionados com o índice, que possui nomes que não se enquadrariam em nossa estratégia (com valor de mercado acima de R\$ 10 bilhões), como Cielo, Allos (antiga Aliansce Sonae), Gerdau e Embraer, além de este índice ter relevante exposição a setores em que não possuímos posição, como Imobiliário e Saúde. Em 36 meses, prazo que julgamos adequado para nossa estratégia ser avaliada, entregamos um retorno de 45,4% contra queda de 17,4% do SMLL, um excedente de retorno de nada mais nada menos que 62%.

A maior contribuição de performance de fevereiro veio do setor Industrial (1,5% de alta), impulsionado por Schulz que entregou fortes resultados, os quais comentaremos na próxima resenha com maiores detalhes. Merece destaque Concessão e Energia, com 0,4% de alta. O principal detrator ficou por conta do setor de Mineração e Metalurgia, com 0,9% de desvalorização. Interessante notar que, apesar de ser uma estratégia em *small caps*, foram as *micro caps* (empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões) que contribuíram com a performance positiva do mês.

Com as 6 principais posições representando 81% do portfólio, estamos otimistas e tranquilos quanto às perspectivas dessas companhias, que devem colher excelentes frutos em 2024. Apesar da maior concentração, a volatilidade nos últimos 12 meses foi de 19,5% contra 21,7% do índice referencial.



Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	0,8%	-7,1%	2,1%	15,3%	46,0%	70,5%	240,4%
SMLL	0,5%	-6,1%	19,4%	-4,7%	-17,4%	-15,6%	26,1%

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	0,8%	-7,1%	2,4%	15,6%	45,4%	66,5%	232,4%
SMLL	0,5%	-6,1%	19,4%	-4,7%	-17,4%	-15,6%	25,1%

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

Com uma estratégia flexível de investimento, o Verbier tem a liberdade de alocar recursos não apenas em empresas do segmento de *small e micro caps*, mas também de explorar oportunidades em empresas com valor de mercado superior a R\$ 10 bilhões, como a Suzano, uma *blue chip* que abordamos detalhadamente sob o prisma qualitativo sobre a tese.

Em fevereiro, o Verbier entregou uma alta de 1,2%, próximo ao IBOV, que se valorizou 1,0% no mês. Mediram forças os setores de Indústria (+1,2%) e Papel e Celulose (+0,7%), do lado positivo, e Mineração e Metalurgia e setor Químico, como principais detratores de performance, ao se desvalorizarem -0,7% e -0,2%, respectivamente. No ano, o índice referencial continua à “frente” ao acumular queda de -3,9% contra -6,8% do Verbier. Apesar do curto prazo não ser favorável, o longo prazo demonstra bem os resultados de nossa estratégia: 205,9% contra 65,1% desde o julho/18, período em que iniciou como fundo, acumulando um alfa de 140,8%.

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	36M	INÍCIO
VERBIER	1,2%	-6,8%	4,4%	18,4%	48,2%	84,7%	205,9%
IBOVESPA	1,0%	-3,9%	23,0%	14,0%	17,3%	23,9%	65,1%

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

Eleito pelo Infomoney como melhor fundo de previdência em renda variável em 2021 e 2022 (bicampeão), e com um bom em 2023 ao entregar 15,2% de valorização, superando sucessivamente o CDI ano após ano desde sua abertura em setembro de 2019. No mês, o fundo entregou leve alta de 0,2% (puxado basicamente pelo Agronegócio e Indústria) contra 0,8% do CDI. Desde seu início em setembro de 2019, o retorno é de 87,6% contra 41,1% do CDI, retorno equivalente a 213% do CDI no período. Lembrando que esse fundo possui uma alocação de 70% em renda variável e 30% em renda fixa, sendo que a parte em ações está concentrada em 9 companhias.

Abaixo segue a tabela de desempenho do 70 Prev, que encerrou todos os anos até aqui batendo o CDI e esperamos que em 2024 não seja diferente.



Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	0,2%	-5,4%	4,9%	26,1%	42,4%	62,6%	87,6%
CDI	0,8%	1,8%	12,7%	27,4%	34,6%	37,8%	41,1%

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

Nosso outro produto previdenciário difere-se do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável, sujeito a diferentes limites regulatórios. Entregou 0,2% de valorização, com Indústria puxando para cima (+1,2%) e Mineração e Metalurgia e Consumo para o lado contrário, ao entregar atribuições de performance de -0,8% e -0,7%, respectivamente. Apesar do desempenho negativo do ano até aqui, com queda de -7,9% (contra -3,9% do IBOV), acreditamos que as companhias serão reprecificadas ao longo do ano à medida que os resultados forem sendo entregues. Desde seu início em julho de 2020, o fundo entrega um alfa de 59% (retorno de 88% nesta janela).

As 8 principais posições representam mais de 85% da carteira, explicando a maior volatilidade em relação ao IBOV (20,2% contra 15,9%). Hoje a composição do Icatu é dividida: 57% em *small caps* e 40% em *micro caps*. A São Martinho, que hoje possui valor de mercado em R\$ 9,6 bilhões, está frequentemente alternando entre *small* e *mid cap*. Essa composição o deixa com baixíssima sobreposição com o IBOV e até mesmo com o SMLL, se apresentando como uma excelente alternativa para diversificação (no longo prazo, como deve ser uma carteira de previdência) para a composição de uma carteira previdenciária. No longo prazo, crescimento das companhias é o principal fator para valorização das ações e, como detalhamos, possuem atributos qualitativos que extrapolam os números e as posicionam para prosperar durante muitos anos.

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	0,2%	-7,9%	7,5%	18,1%	50,0%	88,0%
IBOVESPA	1,0%	-3,9%	23,0%	14,0%	17,3%	28,5%

Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIA (CNPJ: 49.459.345/001-05)

Nosso caçula previdenciário, que possui estrutura semelhante ao 70 Prev, mas uma carteira mais diversificada como o Icatu Prev 100, entregou alta de 1,3% em fevereiro, acima do 1,0% entregue pelo IBOV. No acumulado de 2024, o fundo está em empate técnico com o IBOV, com ambos desvalorizando -3,9%. Com sua primeira cota em 18 de maio, o Icatu 70 Prev acumula alta de 7,6% desde então, atrás do IBOV, que totaliza uma alta de 17,2% neste mesmo período.



Quanto à atribuição de performance no mês, foi a combinação de vários setores que contribuíram para a alta. Os principais foram: Logística (0,6%), Indústria (0,5%) e Papel e Celulose (0,5%). Enquanto do lado negativo, Consumo, com -0,4%, e Mineração e Metalurgia, com -0,3%, foram os principais penalizadores. A alocação de 70% em renda variável está distribuída entre 14 empresas dos mais variados portes e com a maior posição representando apenas 7,6% do patrimônio.

Fundo	fev-24	2024	INÍCIO
ICATU 70 PREV	1,3%	-3,9%	7,6%
IBOVESPA	1,0%	-3,9%	17,2%

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

Com valorização de 1,1% em fevereiro, o Power Yield superou o IEE em 0,7% no mês. Apesar da queda acumulada de -1,2% no ano até aqui, já abre vantagem de 2,8 pontos percentuais frente ao seu *benchmark*, que cai 4% no ano. Por outro lado, na janela de 12 meses o IEE está bem à frente (+24,2%) contra queda de 1,8% do nosso fundo. Mas desde seu início em fevereiro de 2021, o Power supera o IEE em 1,7%, ao valorizar-se 12,4% neste período.

O setor destaque do mês foi Concessão e Energia com 1,8% de alta, explicado por EMAE, que tem animado à medida que a privatização se aproxima. Como detrator, tivemos mais uma vez Mineração e Metalurgia e Químico, ambos com -0,4%. Reconhecemos que este retorno está aquém de nossas expectativas, porém, ao compreender o valor subjacente das empresas em que investimos, mantemos a confiança de que colheremos os frutos no futuro. Vale ressaltar que tempo e paciência são remédios poderosos para lidar com as flutuações do mercado.

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	1,1%	-1,2%	-1,8%	-5,1%	15,9%	12,4%
IEE	0,4%	-4,0%	24,2%	16,8%	22,6%	10,7%



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

Com foco 100% nas empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões (*Micro Caps*), o Horizon que foi nosso campeão absoluto em 2023 ao acumular alta de 37,1% contra 17,1% do SMLL (alta de 20%), segue se destacando em 2024. Com valorização de 3,2% em fevereiro, ante apenas 0,5% do SMLL, esse desempenho pode ser explicado pelo bom desempenho de Construção (1,4%), Logística (1,1%), Agronegócio (0,6%) e Indústria com (0,6%). Do lado negativo, apenas Consumo, com desvalorização de 0,8%.

Na janela de 12 meses, o Horizon acumula 32,9% de valorização contra 19,4% do referencial (13,5% de alfa) e desde seu início em setembro de 2021, em pouco mais de 2 anos e meio, já acumula um alfa de 34,8%, ao subir 12,4% contra queda de 22,4% do índice.

Vemos o Horizon com uma carteira bem ajustada para aproveitar as oportunidades atuais de mercado, sem comprometer os princípios da Trígono; pelo contrário, onde as 10 principais empresas representam 86% da carteira e apresentam desde 2018 um crescimento de receita anualizado de 21%, EBITDA de 22% e de 50% no lucro líquido, a cada ano de forma composta. Pena que o fundo começou há pouco mais de dois anos. Outro ponto importante é que, dessas 10 principais posições, cinco são caixa líquido, evidenciando a solidez financeira dessas pequenas notáveis. Uma carteira mais concentrada não implica necessariamente maior volatilidade, como evidenciado pela volatilidade do fundo nos últimos 12 meses, que foi de 15,8%, em comparação com os 21,7% do SMLL.

Fundo	fev-24	2024	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	3,2%	-3,1%	32,9%	32,0%	12,4%
SMLL	0,5%	-6,1%	19,4%	-4,7%	-22,4%

Esta longa resenha teve como objetivo mostrar aos nossos investidores e leitores conceitos teóricos e práticos do significado de *Value e Quality* em investimentos em empresas. E como a Trígono aplica ambos, como já dissemos, irmãos siameses ou unha e carne, na busca de um seleto grupo de empresas, sendo que apenas 10 compõem cerca de 88% dos nossos fundos.

Para aqueles que dedicaram seu precioso tempo e atenção e chegaram a estas palavras, nosso muito obrigado, pois é para vocês que dedicamos nossa atenção e muito trabalho.



Agradecemos também a todos os investidores que continuam conosco e depositam confiança em nosso trabalho. Esperamos retribuir com resultados positivos. Como já fizemos muitas analogias, e até a resenha de dezembro a respeito, investimentos lembram muito a navegação, calmarias, tempestades, balançar das ondas como a volatilidade dos fundos, e às vezes até algum retrocesso e desvio, mas o bom capitão e tripulação levarão seus passageiros ao destino em segurança, mesmo sendo questionados se estão na melhor rota. Mostramos os mapas e a direção que seguimos, com confiança.

Muito obrigado uma vez mais,

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





TRIGONO

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