

Resenha Mensal

Abril 2024

**Agronegócio, Indústria
e Agroindústria:
um Trígono de oportunidades**



Agronegócio, Indústria – e Agroindústria: um Trígono de oportunidades

Prezados leitores e investidores,

Terminou o primeiro quarto do ano e com ele, o período de divulgação de resultados de 2023. Não temos do que reclamar, não houve surpresas, ao menos para nós, que acompanhamos de perto as empresas investidas. O ano foi desafiador para vários setores, mas nenhuma das principais investidas reportou prejuízo, nem no 4T23 nem no ano passado como um todo. E 99,9% dos ativos sob gestão, cerca de R\$ 3 bilhões, ficaram no azul.

Ao contrário do que alguns acreditam, não são poucas empresas: são 42. Sim, isso mesmo: 42 empresas, e destas, dez representam cerca de 84% dos ativos sob gestão. Na seção de desempenho dos fundos, comentaremos os resultados das principais, com uma breve sinalização das perspectivas e fundamentos.

Quem acompanha nossas Resenhas, *lives* e conferências sabe que o setor automotivo pesado e o agronegócio (em particular os segmentos de silos e armazéns, açúcar e etanol) são os de maior peso em nossos fundos. Muito diferente de outras gestoras e fundos. Também são de baixa participação em índices como IBOV, IDIV e SMLL. E a Resenha ainda traz excelentes notícias e novidades para nossos investidores e leitores quanto a iniciativas do governo que interessam muito para algumas de nossas empresas investidas e, especialmente, para nossos cotistas, afinal são eles os “donos” dos investimentos nas empresas. E para aqueles que ainda não são, ou já foram, acreditamos que se abriu mais uma excelente janela de oportunidade para investir em nossos fundos.

Também nossos leitores mais assíduos sabem o quanto a Trígono defende a reindustrialização do país, já escrevemos, e não poucas vezes, a respeito. E finalmente governo e Congresso proporcionarão importantes incentivos não só para destravar projetos, mas para acelerar investimentos, particularmente no setor automotivo e, mais particularmente ainda, no segmento automotivo pesado, incluindo caminhões, máquinas agrícolas e fora de estrada.

Vamos explicar quais mudanças estão acontecendo e que impacto se pode esperar em algumas empresas; também vamos falar da evolução no agronegócio, de perspectivas e de como este setor “conversa” com a indústria. Tudo caminha para que tenhamos uma agroindústria forte como nunca foi antes, agregando valor e dando uma contribuição ambiental muito positiva, além de elevar a renda no campo e reforçar ainda mais nossas reservas cambiais e motor do balanço de pagamentos. O agronegócio continua e será ainda mais um dos motores de crescimento do país e do nosso PIB.

De saída, vamos mostrar como as principais empresas do setor industrial ligado ao segmento automotivo se comportaram tanto em relação aos próprios negócios como no mercado financeiro (e como estão precificadas pelo mercado).

Receita Líquida	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fras-Le	1.141	1.366	1.671	2.582	3.058	3.389
Iochepe-Maxion	9.616	10.016	8.761	13.688	16.948	14.955
Marcopolo	4.198	4.315	3.590	3.499	5.416	6.683
Metal Leve	2.592	2.526	2.403	3.615	4.224	4.339
Randon	4.263	5.092	5.425	9.058	11.152	10.888
Riosulense	145	168	195	323	394	341
Schulz	947	1.060	1.051	1.706	2.093	1.926
Tupy	4.828	5.164	4.258	7.083	10.178	11.368
Total	27.729	29.707	27.353	41.554	53.463	53.889

CAGR Receita	2023	2018-23
Fras-Le	11%	24%
Iochepe-Maxion	-12%	9%
Marcopolo	23%	10%
Metal Leve	3%	11%
Randon	-2%	21%
Riosulense	-13%	19%
Schulz	-8%	15%
Tupy	12%	19%
Média	2%	16%

EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fras-Le	147	190	283	413	476	665
Iochepe-Maxion	1.072	1.120	544	1.835	1.737	1.253
Marcopolo	362	338	269	334	386	947
Metal Leve	467	441	296	726	845	918
Randon	560	691	774	1.338	1.505	1.577
Riosulense	32	36	68	74	109	93
Schulz	122	138	187	292	438	368
Tupy	677	700	605	878	1.268	1.265
Total	3.438	3.652	3.026	5.890	6.763	7.085

CAGR EBITDA	2023	2018-23
Fras-Le	40%	35%
Iochepe-Maxion	-28%	3%
Marcopolo	146%	21%
Metal Leve	9%	14%
Randon	5%	23%
Riosulense	-15%	24%
Schulz	-16%	25%
Tupy	0%	13%
Média	17%	20%

Lucro Líquido	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fras-Le	89	33	182	211	203	389
Iochepe-Maxion	201	337	-492	537	279	31
Marcopolo	191	212	91	358	437	811
Metal Leve	292	259	125	496	571	748
Randon	152	248	665	698	472	382
Riosulense	12	17	-6	89	67	54
Schulz	70	97	142	193	270	278
Tupy	272	279	-76	203	502	517
Total	1.278	1.482	630	2.784	2.801	3.209

CAGR Lucro Líquido	2023	2018-23
Fras-Le	91%	34%
Iochepe-Maxion	-89%	-31%
Marcopolo	86%	34%
Metal Leve	31%	21%
Randon	-19%	20%
Riosulense	-19%	35%
Schulz	3%	32%
Tupy	3%	14%
Média	11%	20%

Fontes: Empresas/Trígono

Os dados acima mostram um crescimento robusto de receitas, EBITDA e lucro líquido das principais empresas listadas na B3 que atuam no setor automotivo. Tudo parte de uma base elevada, como veremos nos dados de produção. Internacionalização, exportações e atuação no *aftermarket* (além, claro, de gestão) explicam tais resultados. Destacamos ainda os ventos contrários, e não foram poucos, e muito fortes, como a pandemia, quebra de cadeias de produção, forte aumento de custos logísticos, escassez de semicondutores e forte aumento de juros, aqui e lá fora. O crescimento anual médio do lucro líquido foi da ordem de 20%, mesmo com tanto vento de proa (de frente e contrário ao rumo desejado). Considerando as empresas do setor investidas pelos fundos geridos pela Trígono (Metal Leve, Riosulense, Schulz e Tupy), o crescimento foi de 25,5% ao ano. O das demais? 14,2%.

dez/23	Dívida Líq. (BRL mi)	DL/EBITDA	Capitaliz. (BRL mi) ¹	EV (BRL mi)	EV/EBITDA	P/L
Fras-Le	-60	-0,1	4.780	4.721	7,1	12,3
Iochepe-Maxion	3.675	2,9	2.174	5.849	4,7	-
Marcopolo*	121	0,1	7.830	7.951	8,4	9,7
Metal Leve	468	0,5	4.686	5.154	5,6	6,3
Randon*	1.585	1,0	3.982	5.567	3,5	10,4
Riosulense	-5	-0,1	486	480	5,2	9,0
Schulz	-153	-0,4	2.400	2.247	6,1	8,6
Tupy	2.246	1,8	4.007	6.253	4,9	7,8
Média	985	0,7	3.793	4.778	5,7	9,1

*Endividamento financeiro desconsidera Banco Moneo e Banco Randon

Fonte: Empresas/Trígono

As empresas do setor apresentam forte estrutura de capital (à exceção da lochpe), ainda resultado de aquisições e investimentos realizados. As investidas pela Trígono apresentam um índice P/L médio de 7,9x e múltiplo de EV/EBITDA de 5,4x. Na nossa opinião, se nos perguntarem, diremos que são relativamente baixos, especialmente com base em 2023, ano especialmente desafiador para o setor, bastante prejudicado pelos juros estratosféricos. E as empresas do setor não decepcionaram quem nelas investiu: valorização anual média de 25% nos últimos 5 anos (base: 28 de março) e *yield* de 9,9% nos últimos 12 meses.

Considerando apenas as investidas pela Trígono, a valorização anual foi de 32,8% e o *yield* médio, de 12,6%. Destaque para Metal Leve e seus 33,3% de *yield*, sagrando-se campeã na Categoria *Yield* da B3, desbancando as favoritas de 11 em cada 10 pessoas: Petrobras e Vale. O IBOV proporcionou ganho anual de apenas 6% ao ano, empatando com o IPCA. Destacamos o IDIV, com 11% ao ano, mais uma vez confirmando nossa tese (e inúmeros estudos) que demonstram que os dividendos explicam 2/3 do retorno das ações em prazos longos (como 20 anos). O fator câmbio não explica os bons resultados das empresas do setor.

Empresa/Cotação	CAGR 5 Anos	2019-24*	UDM
FRAS3	33%	323%	100%
MYPK3	-3%	-14%	22%
POMO4	24%	193%	203%
LEVE3	21%	163%	58%
RAPT4	11%	72%	79%
RSUL4	64%	1103%	21%
SHUL4	34%	339%	59%
TUPY3	12%	74%	23%
Média	25%	282%	71%

*Período de 28/Mar/2019 até 28/Mar/2024

Índice	CAGR 5 Anos	2019-24*	UDM
IBOV	6%	36%	27%
IDIV	11%	72%	29%
SMLL	3%	18%	24%
IEE	9%	55%	20%
IPCA	6%	32%	4%
DÓLAR	5%	26%	-3%
CDI	8%	46%	13%

*Período de 28/Mar/2019 até 28/Mar/2024

Fontes: Economática/Empresas/Trígono

Empresa	YIELD UDM
Fras-Le	5,1%
lochpe-Maxion	0,8%
Marcopolo	14,7%
Metal Leve	33,3%
Randon	7,7%
Riosulense	4,2%
Schulz	7,8%
Tupy	5,2%
Média	9,9%

Receita Total das TOP 8	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total	27.729	29.707	27.353	41.554	53.463	53.858

Dados Produção (Em mil)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Veículos Leves	2.388	2.448	1.607	1.708	1.825	1.782
Comerciais Leves	359	355	298	363	351	422
Caminhões	106	113	91	159	162	101
Ônibus	29	28	18	19	32	21
Total	2.881	2.945	2.014	2.248	2.370	2.325

Dados Vendas (Em Mil)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Veículos Leves	2.102	2.262	1.616	1.558	1.577	1.721
Comerciais Leves	373	404	339	419	384	459
Caminhões	76	101	90	129	127	108
Ônibus	15	21	14	14	17	20
Total	2.566	2.788	2.058	2.120	2.104	2.309

Unidades Exportadas (Em mil)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Veículos Leves	500	351	258	298	386	308
Comerciais Leves	95	62	49	51	64	74
Caminhões	25	14	13	23	25	17
Ônibus	9	7	4	4	5	5
Total	629	434	324	376	481	404

CAGR Receita	2022-23	2018-23
CAGR Médio TOP 8	2%	16%

CAGR Produção	2022-23	2018-23
Veículos Leves	-2%	-6%
Comerciais Leves	20%	3%
Caminhões	-38%	-1%
Ônibus	-35%	-6%
Total	-2%	-4%

CAGR Vendas	2022-23	2018-23
Veículos Leves	9%	-4%
Comerciais Leves	20%	4%
Caminhões	-15%	7%
Ônibus	18%	6%
Total	10%	-2%

CAGR Exportação	2022-23	2018-23
Veículos Leves	-20%	-9%
Comerciais Leves	15%	-5%
Caminhões	-33%	-7%
Ônibus	-7%	-11%
Total	-16%	-8%

Fontes: ANFAVEA/Trígono

Os dados acima mostram como o setor automotivo, observando produção e vendas de veículos novos, encolheu nos últimos 5 anos: são quase 20% de queda na produção anual; os resultados de comerciais leves (ganho de 18%) e caminhões (queda de 5%) foram os melhores. Mas destacamos (de novo) que o fator Euro 6 derrubou em 38% a produção de caminhões no ano passado, evento não recorrente e que trará uma base fraca em 2024 para comparação, fato que favorecerá nossas empresas investidas nos resultados trimestrais e anual.

O que os dados sugerem, no entanto, é uma retomada de produção e vendas em 2024 e além, especialmente com juros em queda, e para os veículos pesados, o crescimento da economia e sucateamento da frota vão estimular investimentos em renovação e ampliação, diluindo o impacto do Euro 6. Aqueles 20% de queda em 5 anos mencionados acima contrastam com o crescimento de 94,2% das receitas das oito empresas no mesmo período. Ficam aí evidentes a baixa exposição das montadoras no Brasil, além dos efeitos de aquisições (aqui e no exterior), o crescimento do *aftermarket* e o reajuste de preços com a maior exposição internacional. Acreditamos que tais fatores continuarão a impulsionar o crescimento dessas empresas, em especial as investidas pela Trígono.

A fim de fazer do Brasil um protagonista na transição energética, com soluções mais adequadas à nossa realidade e estímulos a investimentos industriais (notadamente no setor automotivo, de montadoras a fornecedores), o governo vem tomando uma série de medidas.

Os destaques são, em ordem cronológica:

- **13 de março:** A Câmara dos Deputados aprovou o Projeto de Lei 528/2020, mais conhecido como **Combustível do Futuro**. O projeto traz questões relacionadas à política de baixo carbono nos combustíveis e eleva a quantidade de etanol misturada à gasolina e de biodiesel ao diesel, além de criar programas para diesel verde, biometano e combustível sustentável para a aviação. **Os 5 principais eixos do programa são:**

- (i) Programa Nacional de Combustível Sustentável de Aviação (ProBioQAV);
- (ii) Programa Nacional do Diesel Verde (PNDV);
- (iii) Regulamentação do combustível sintético;
- (iv) Captura e estocagem geológica de dióxido de carbono (CO₂); e
- (v) Novos limites de mistura do etanol anidro à gasolina.

Quanto a este último ponto, a porcentagem mínima de etanol na gasolina sobe de 18% para 22%, e a máxima, de 27,5% para 35%. Estabelece também para a mistura de biodiesel ao diesel um aumento de 1 ponto percentual por ano, para chegar de 14% hoje a 20% em março de 2030. O CNPE (Conselho Nacional de Política Energética) vai avaliar o quanto dessas metas é viável.

O PL cria programas para biometano e diesel verde de olho em ganhos de escala e em preço competitivo. Tudo isso tem um alvo: colocar o Brasil na vanguarda da transição de baixo carbono com combustíveis de origem não fóssil e renováveis.

- **20 de março:** É enviado ao Congresso em regime de urgência um projeto de lei com texto idêntico ao da MP 1.205, que institui o **Mover (Programa de Mobilidade Verde e Inovação)**. A MP, publicada em 30 de dezembro do ano passado, tem validade de 120 dias (que é o prazo para apreciação dos parlamentares). Ainda não aprovado, mas o Mover já mobilizou anúncios de R\$ 66 bilhões apenas no que já transcorreu de 2024; se somados os valores anunciados antes pelas montadoras, temos R\$ 117 bilhões, que envolverão toda a cadeia de produção. O novo ciclo de investimentos não visa aumentar a capacidade instalada (de cerca de 4 milhões de unidades/ano), mas agregar tecnologia, eficiência energética e, principalmente, contribuir para a descarbonização (via combustíveis renováveis e limpos). Os incentivos fiscais estão entre os motores (sem trocadilho), através de despesas em P&D que serão multiplicadas por 3,5x, para apuração do Imposto de Renda (desde que atendidas regras relativas a receitas anuais de forma escalonada). Os créditos fiscais de R\$ 19 bilhões serão escalonados, começando com R\$ 3,5 bilhões neste ano e chegando a R\$ 4,1 bilhões em 2028.

- **RenovaBio:** instituído pela Lei nº. 13.576/17, a Política de Biocombustíveis visa ampliar a produção e o uso de biocombustíveis na matriz energética brasileira. Todo ano, o CNPE (Conselho Nacional de Política Energética) estabelece metas nacionais de descarbonização para um período de dez anos, segundo definições do Decreto

nº 9.888/19. As metas anuais são então desdobradas pela ANP (Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis) para distribuidoras com base em sua participação no mercado de combustíveis fósseis. As distribuidoras são obrigadas a adquirir CBIOS segundo suas participações no mercado. Cada CBIO corresponde a 1 tonelada de CO2 equivalente não emitida pelo uso de biocombustíveis, e os preços são definidos entre as próprias partes. Os CBIOS devem ser comprados pelas distribuidoras e aposentados (leia-se: retirados em definitivo de circulação do mercado) até 31 de março do ano seguinte, para comprovação do cumprimento das metas a elas atribuídas pela agência reguladora.

A tabela abaixo apresenta o histórico de metas estabelecidas pelo CNPE, após consultas públicas e recomendações apresentadas pelo Comitê RenovaBio:

ANO	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Meta Anual (Milhões de CBIOS)	16,8	14,53	24,86	35,98	37,47	50,81	
ANO	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Meta Anual (Milhões de CBIOS)	58,91	66,49	72,93	79,29	85,51	90,67	95,67

A meta de 2024, que deverá ser atendida até dezembro, é de 38,78 milhões de créditos (volume que ainda não inclui pendências relativas a anos anteriores). Em 2023, o preço médio dos CBIOS foi de R\$ 106,14 (pouco mais de US\$ 20).

Fundo Clima: Transcreveremos a seguir o Programa Fundo Clima, conforme informações disponibilizadas pelo BNDES, seu agente executor. Os R\$ 10,4 bilhões aprovados para 2024 (R\$ 733 milhões em 2023) terão juros fixos de 8% para energia eólica e solar, 1% para recuperação de florestas e 6,15% para as demais modalidades, que poderão ser utilizadas por algumas empresas investidas, notadamente Tupy/MWM.

“O Programa Fundo Clima se destina a aplicar a parcela de recursos reembolsáveis do Fundo Nacional sobre Mudança do Clima, ou Fundo Clima, criado pela Lei 12.114 em 09/12/2009, regulamentado pelo Decreto 7.343, de 26/10/2010, e atualmente regido pelo Decreto 10.143, de 28/11/2019. É um dos instrumentos da Política Nacional sobre Mudança do Clima e se constitui em um fundo de natureza contábil, vinculado ao Ministério do Meio Ambiente com a finalidade de garantir recursos para apoio a projetos ou estudos e financiamento de empreendimentos que tenham como objetivo a mitigação das mudanças climáticas.”

“Seu objetivo é apoiar a implantação de empreendimentos, a aquisição de máquinas e equipamentos e o desenvolvimento tecnológico relacionados à redução de emissões de gases do efeito estufa e à adaptação às mudanças do clima e aos seus efeitos.”

O Programa Fundo Clima possui as seguintes modalidades, com diferentes objetivos:

1.Desenvolvimento Urbano Resiliente e Sustentável:

Apoiar o desenvolvimento urbano, visando o enfrentamento e adaptação aos choques e estresses das mudanças climáticas no meio ambiente, na sociedade e na economia

com foco em adaptação e mitigação climática, promovendo o bem-estar humano, a redução dos gases de efeito estufa, a diminuição da vulnerabilidade socioambiental e climática da população, proteção da vegetação nativa, dos recursos hídricos e da vida humana, e a conservação e restauração dos recursos naturais.

2. Indústria Verde:

Apoiar a produção de bens e serviços de maneira ambientalmente responsável e sustentável minimizando os impactos negativos no meio ambiente, reduzindo as emissões de gases de efeito estufa, reduzindo o consumo de recursos naturais não renováveis e promovendo práticas de produção alinhadas com os princípios do desenvolvimento sustentável, incluindo a economia circular, e adaptando-se aos impactos das mudanças climáticas.

3. Logística de Transporte, Transporte Coletivo e Mobilidade Verdes:

Apoiar a implantação, expansão, modernização e recuperação da infraestrutura de transportes de passageiros e carga, incluindo aquisição de equipamentos, que promovam alternativas de transporte mais sustentável, com menor impacto ambiental e redução da emissão de gases de efeito estufa e foco na eficiência e qualidade de vida.

4. Transição Energética:

Apoiar a adoção de fontes de energia limpa, envolvendo a modernização das redes de energia, o incentivo à eletrificação de setores com altas emissões de gases de efeito estufa e outros poluentes atmosféricos, incluindo a produção de hidrogênio com fontes renováveis e a promoção do uso responsável e eficiente da energia.

5. Florestas Nativas e Recursos Hídricos:

Apoiar a conservação, recuperação e gestão responsável de florestas e promover a mitigação climática, a sustentabilidade ambiental, a disponibilidade de água, a proteção e uso sustentável da biodiversidade e a resiliência às mudanças climáticas.

6. Serviços e Inovação Verdes:

Apoiar soluções sustentáveis, contribuindo para a transição para uma economia mais sustentável e resiliente às mudanças climáticas com a redução dos impactos negativos no meio ambiente e/ou incentivando a diminuição das emissões de gases de efeito estufa.

Acreditamos que etanol, biodiesel, biometano e, mais à frente, hidrogênio terão papel fundamental na descarbonização.

- Etanol: Em 1973, OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), Egito e Síria impuseram um embargo petrolífero contra nações vistas como apoiadoras de Israel durante a Guerra do Yom Kippur. A consequência disso foi uma disparada no preço do barril, que saltou de US\$ 1,90 em 1972 para US\$ 11,20 em 1974. Foi o que se denominou como Primeiro Choque do Petróleo. Em 1979, houve um segundo choque: a guerra entre Irã e Iraque (dois grandes produtores e membros da OPEP) fez o preço do barril subir de US\$ 13 para US\$ 34, culminando na deposição do Xá do Irã, Reza Pahlevi. Os dois choques reverberaram e desarranjaram economias mundo afora, levando a recessão e inflação.

O governo brasileiro reagiu prontamente ao primeiro choque criando o Proálcool (Programa Nacional do Álcool) em 14 de novembro de 1975, numa iniciativa conjunta

com a indústria automobilística. O presidente República, general Ernesto Geisel (1907-1996, 29º presidente do Brasil, governou entre 1974 e 1979), ex-presidente da Petrobras, conhecia muito bem o setor e teve este movimento visionário para reduzir a dependência do Brasil ao petróleo importado que causava grande dano a balanço comercial e de pagamentos do país.

Foi o maior programa mundial de uso de combustíveis alternativos e limpos. O Proálcool foi também o catalisador da maior expansão da engenharia automotiva brasileira, com o lançamento, em 1979, do primeiro veículo a álcool (etanol) do mundo: o Fiat 147. No mesmo ano, a Dodge lançou seu caminhão movido a álcool.

Em 1975, com o Proálcool já em cena, a produção de cana-de-açúcar no Brasil era de 68 milhões de toneladas. Em 2023, 48 anos depois, a produção saltou para 724 milhões de toneladas. O crescimento se deu à razão de 5,1% ao ano. Um feito nada menos que impressionante e comparável ao crescimento chinês, uma China do agronegócio dentro do Brasil.

Nesse período todo, nossa tecnologia continuou evoluindo, com a criação do primeiro veículo *flexfuel* (etanol e gasolina) do mundo em 2003. Dois anos depois, Volkswagen, Bosch e Magneti Marelli desenvolveram em parceria uma nova injeção eletrônica. No mesmo ano, 80% dos veículos nacionais saíam de fábrica já com a tecnologia *flexfuel*. Em 2019, a Toyota do Brasil lançou o primeiro veículo híbrido elétrico-*flexfuel* do mundo. Hoje, caminhamos para veículos híbridos elétricos-etanol e, possivelmente, para o relançamento de veículos 100% a etanol, potencialmente mais eficientes que a tecnologia *flex* e assegurando 100% de uso de etanol como combustível.

Entre 1975 e 2022, estima-se que houve uma substituição de 3,54 bilhões de barris de gasolina. Para se ter ideia, a preços atuais do petróleo, esse volume se traduz em cerca de US\$ 319 bilhões. Ao ritmo atual, o Brasil deixa de consumir anualmente o equivalente a 164 milhões de barris de gasolina, cerca de US\$ 15 bilhões.

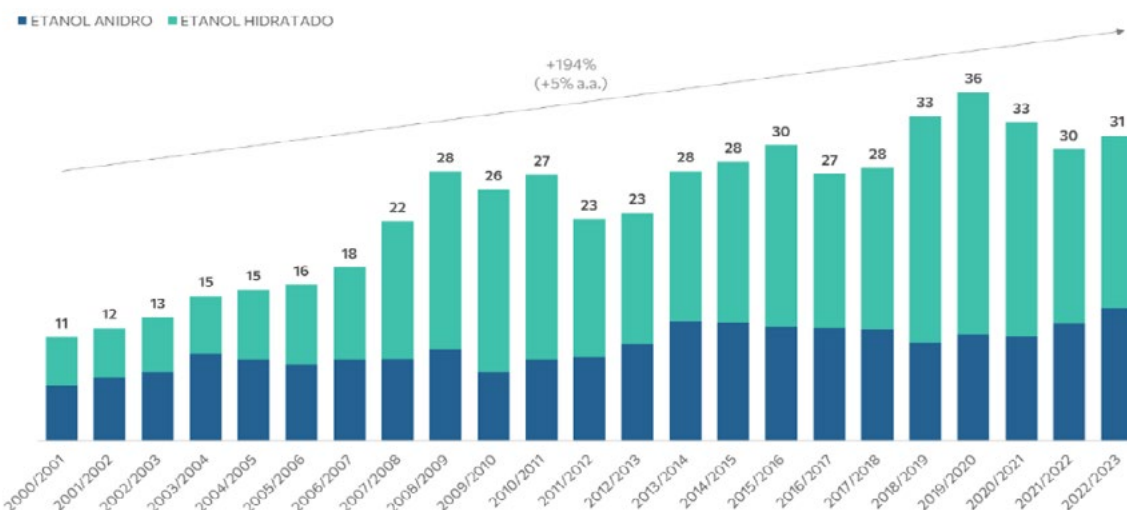
Em grandes números, o Brasil tem 360 unidades de produção de açúcar e etanol que exportaram US\$ 13,4 bilhões em 2023 (fora a economia de importação de derivados de petróleo), gerando US\$ 40 bilhões (2% do PIB do Brasil) de receitas diretas. O país é, assim, o maior exportador mundial de açúcar (21% da produção mundial e 42% das exportações) e o 2º maior produtor de etanol do mundo (31,3 bilhões de litros, e destes 4,4 bilhões a partir do milho). O setor gera mais de 700 mil empregos diretos e 2,1 milhões de indiretos, em toda a cadeia de produção.

Em termos ambientais, a cana-de-açúcar ocupa 8,3 milhões de hectares (1,2% do território nacional), comparado a 177 milhões de hectares de áreas de pastagens, dos quais 28 milhões estão degradados, e destes 10,5 milhões degradados em condições severas (dados da Embrapa). O etanol consumido no Brasil responde por 42% da energia utilizada por veículos leves e reduz em 90% a emissão de gases de efeito estufa. Estima-se que entre março de 2003 (quando do lançamento dos veículos *flex* no Brasil) e março de 2023, o etanol evitou que fossem lançadas 630 milhões de toneladas de gases de efeito estufa na atmosfera. Neutralizar isso demandaria o plantio de 4,5 bilhões de árvores em 20 anos. Além desse efeito, a geração de bioeletricidade a partir de biomassa de cana em 2022 foi de 18,4 TWh, equivalente a 15,4% do consumo residencial de energia elétrica no país naquele ano (ou ¼ da energia elétrica produzida por Itaipu).

Os 5% de crescimento anual da indústria do etanol no Brasil revela uma das atividades mais dinâmicas no país. Reforçada pelo etanol de milho e com o advento do biometano, o ganho ambiental e econômico será imenso, fora a geração de CBIOS adicionais. Segundo a São Martinho, o diesel é seu principal custo: cerca de R\$ 650 milhões anuais; o biometano produzido teria potencial para substituir 100% do diesel. Sua produção tem base na vinhaça – um subproduto do etanol (são cerca de 13 litros para cada litro de etanol produzido).

Evolução da Produção de Etanol no Brasil 2000-2023

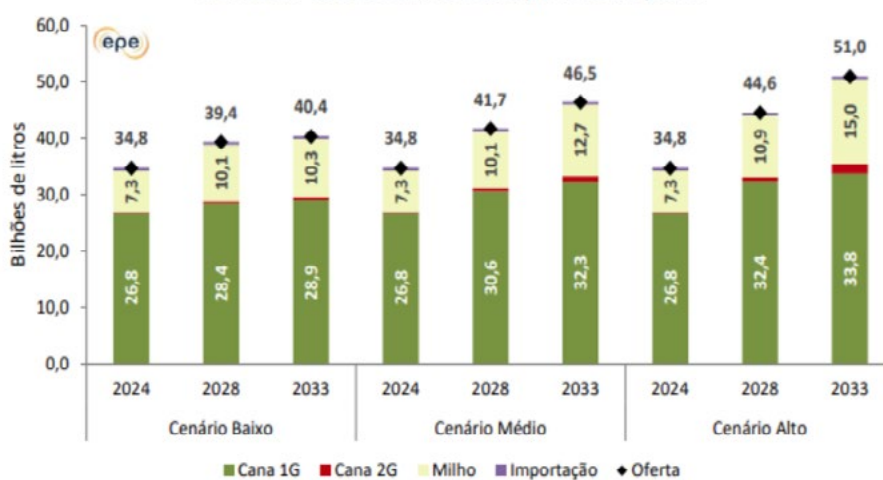
volume em milhões de m³



Fonte: Unica

Para concluir a análise do setor de etanol e seu potencial de crescimento, apresentamos a projeção de oferta para os próximos 10 anos, de acordo com a EPE - Empresa de Pesquisa Energética.

Gráfico 12 - Oferta Total de Etanol por matéria-prima



Fonte: EPE (Elaboração própria)

Fonte: EPE

Na nossa avaliação, essa projeção pode estar subestimada. Basta pensar:

- na possível introdução de veículos 100% etanol, no biometano, na redução do custo da produção do etanol e em seus benefícios econômicos e ambientais;
- no aumento da mistura do etanol à gasolina de 27,5% para 30% (e até, talvez, 35%); e
- no gradativo sucateamento dos veículos a gasolina à razão de 500 mil unidades por ano, ainda com 5,4 milhões de veículos em circulação (eram 12 milhões em 2013 e 16 milhões em 2003).

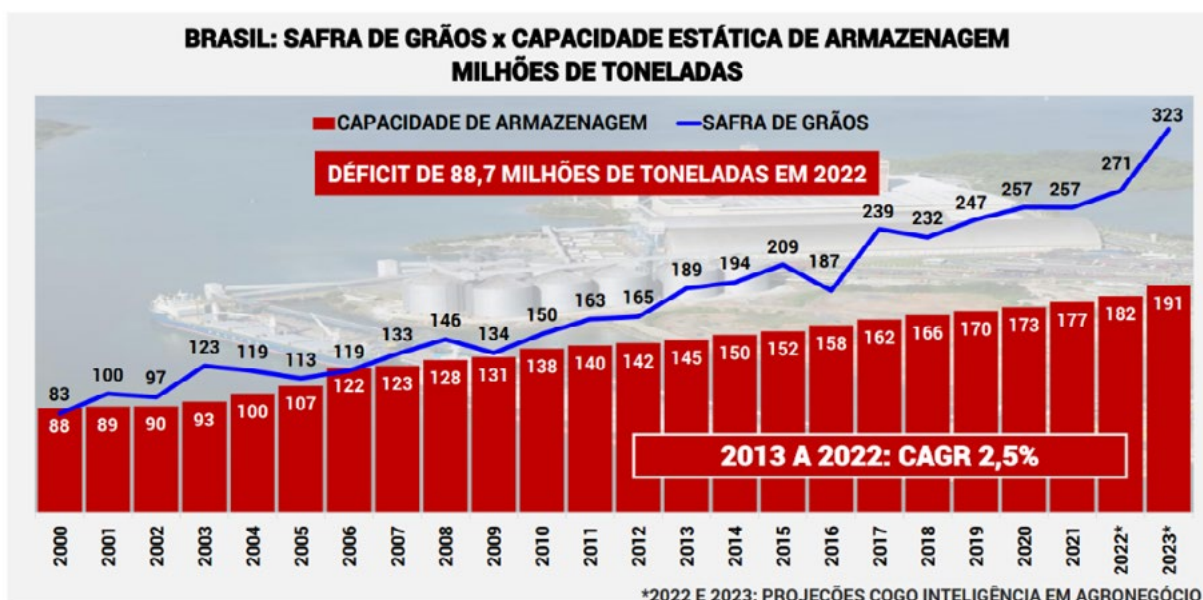
A frota atual de veículos leves é de 37,5 milhões; destes 31,5 milhões são veículos flex; 190 mil são híbridos; 285 mil, movidos a etanol; e 42 mil são elétricos, além dos 5,4 milhões movidos a gasolina, incluindo modelos antigos e importados.

Para encerrar esta primeira seção, e relacionando o que foi dito até aqui ao título desta Resenha: vamos rapidamente mostrar a evolução da produção de grãos no Brasil, que impacta diretamente empresas ligadas ao setor automotivo pelo uso de máquinas agrícolas e caminhões (especialmente no segmento canavieiro) e toda a logística de grãos e processados (combustíveis, insumos como fertilizantes e defensivos, rações, proteínas, óleos vegetais, alimentos etc.). Chega inclusive aos silos e armazéns, essenciais na cadeia logística e no elo de produção do campo ao biodiesel de soja e etanol de milho.

Veículos pesados (incluindo máquinas agrícolas) sofrem intenso desgaste pelas condições de uso intenso, poeira, estradas inadequadas e outros. O Brasil, tendo duas safras anuais, faz uso mais intenso das máquinas agrícolas (horas trabalhadas/ano) que os demais países. Isso encurta a vida útil do equipamento, e demanda uma manutenção mais frequente, com a eventual necessidade de maior velocidade na reposição da frota de modo a mantê-la econômica e funcional. Temos menos ferrovias e hidrovias que Estados Unidos e China, por exemplo, o que torna maior a necessidade de caminhões. E são consideráveis as distâncias entre fronteiras agrícolas (MS, MT, Goiás e MATOPIBA) e portos.

O quadro a seguir mostra que a produção brasileira de grãos cresceu 290% entre 2000 e 2023. Quase quadruplicou, representando crescimento de 6,1% ao ano (pouco acima do setor canavieiro e em ritmo chinês, que atualmente anda menos intenso). O grande salto na produção se deu por produtividade associada à tecnologia e pela intensificação da segunda safra (safrinha de milho). A área cultivada com grãos passou de 37 milhões de hectares em 2000 para 77 milhões em 2023, com a produtividade de grãos evoluindo de 2.243 kg/ha por ano em 2000 para 4.195 kg/ha por ano, respeitável ganho de 87% em 23 anos. É possível evoluir mais, e a tecnologia será o grande motor, com apoio do ganho de produtividade nas regiões de fronteiras agrícolas (especialmente em áreas de pastagens degradadas) e onde são maiores as deficiências logísticas e de silos e armazéns.

No entanto, silos e armazéns ficaram muito atrás, saindo de uma situação ideal no início do século (ou seja, capacidade estática para estocar 100% da safra anual) para um déficit de 132 milhões de toneladas na supersafra 22/23.



Fonte: Cogo Inteligência

O etanol de milho poderá dobrar sua produção nos próximos dez anos, demandando cerca de 17 milhões de toneladas adicionais de milho e de biodiesel de soja. Para 2% no incremento do biodiesel, gera-se uma demanda adicional de 5 milhões de toneladas de soja (em março de 2024 foi elevada de 12% para 14%). Essas projeções apontam para o aumento da necessidade de armazenagem desses grãos, já que a produção ocorre ao longo do ano e a colheita é concentrada entre fevereiro e maio. E este percentual poderá chegar em 20% em 10 anos, além do próprio crescimento do consumo do diesel.

Creio que esta análise sumarizada tenha mostrado o grande impulso que a descarbonização e a transição energética proporcionarão a determinados setores, e especialmente para algumas das empresas investidas pelos fundos geridos pela Trígono e que terão uma missão importante neste processo. É o Trígono investindo em ESG ou ASG, neste caso no E (*environment*) ou no A de ambiente.

Conjuntura Internacional

Os dados recentes de inflação nos Estados Unidos não têm agradado ao mercado. Em fevereiro, o núcleo do CPI ficou em 0,36%, contra uma expectativa de 0,30%. A inflação de serviços continua perto do 0,5% ao mês, e a preocupação de que o esperado corte de juros do Fed vai ganhando espaço: desde o começo do ano, as apostas no corte têm diminuído e têm jogado para mais longe a data de início.

Dirigentes do Fed não têm deixado escapar sinais de quando os cortes começam. O caso é que têm sinalizado com 3 cortes ainda neste ano, e já passamos um trimestre. A situação da inflação deve se tornar mais clara no 2º semestre. Resta ver como vão encaixar. Por hora, tudo segue nebuloso, e é importante que essa ficha caia: em meio a tanta nebulosidade, é bom deixar os instrumentos bem calibrados para detectar aqueles eventuais “especialistas” que queiram sugerir que sabem algo que ninguém mais sabe.

E porque inflação pouca é bobagem, o mercado de *commodities* está movimentado neste ano. O petróleo passou dos US\$ 90/barril em algum momento; ouro e cobre estão em valores recordes; e mesmo *commodities* altamente dependentes da China, como alumínio e celulose, avançam desde janeiro. Já preço do minério de ferro já caiu 30% este ano, e grãos e aço também têm preços cadentes.

A economia americana vai muito bem, obrigado. A venda de caminhões pesados cresceu 4,7% no 1º trimestre, batendo o recorde histórico de um ano antes. Mas o relatório de empregos nos Estados Unidos já começa a dar sinais claros de que o patamar atual de juros está surtindo forte efeito nos salários, que diminuiram muito o ritmo de alta. O número do desemprego também tem superado as estimativas. Cortar os juros é uma forma de lidar com isso.

Sobre as *commodities* agrícolas, é importante observar que o mercado futuro já embute parcialmente no preço a piora na safra dos Estados Unidos que deve se seguir à transição do El Niño para La Niña. Dada a queda importante no preço dos insumos, espera-se que a rentabilidade do produtor volte a patamares mais normais nas safras do ano que vem. A dinâmica de preços para a pecuária também está favorável, com os preços de frango, boi e porco em patamares bastante elevados no mercado internacional, mesmo com a queda dos grãos. No quadro abaixo, o preço do milho no mercado futuro da B3:

Contrato - Mês	Fechamento (R\$/ Saca de 60kg)
Maio/2024	59,40
Julho/2024	59,81
Setembro/2024	61,27
Novembro/2024	63,49
Janeiro/2025	67,14
Março/2025	69,00

Fonte: B3

Da China, chegam dados mistos. Produção industrial e vendas de varejo cresceram acima do esperado no último mês: 7% e 5,5% respectivamente (dado anual). O setor imobiliário, no entanto, segue em seu vale de lágrimas: quase 10% de queda em 12 meses no investimento em novas residências. É consenso no mercado que a correção do setor imobiliário chinês não está nem perto do fim.

Como os dados da indústria mostraram, não é o caso de a economia chinesa estar perdendo fôlego. Quanto mais perde força, menos impacto o setor imobiliário debilitado terá na participação no PIB. Para este ano, o impacto negativo esperado é de 1,4%; para 2025, esse impacto diminui para 0,7%; e ele deve desaparecer em 2026. No fim desse arco-íris do avesso surge uma economia muito mais saudável, e uma retomada do setor poderá, mais à frente, compensar o PIB com alguma eventual queda no ritmo de algum outro setor.

Nesse contexto, espera-se que o governo chinês redobre seus esforços exportadores no curto prazo. O que vai levar a mais críticas por parte de Europa e Estados Unidos (e mesmo do Brasil, no caso do aço) contra práticas comerciais injustas por parte da

China. Essa dinâmica deve continuar, e, apesar de acirrar a competição industrial, também ajuda a aliviar a pressão inflacionária mundial. No médio prazo, o governo chinês deve chegar a alguma fórmula para aumentar a produtividade e estimular a demanda doméstica, para depender menos de exportações de produtos básicos.

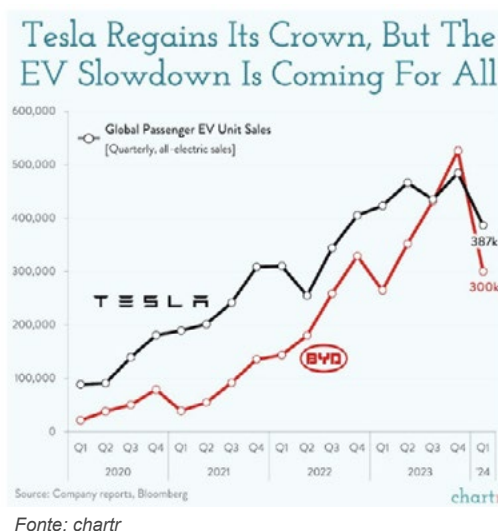
Nos últimos anos, a produtividade média do trabalhador chinês aumentou consideravelmente por conta da automação. Isso é ruim porque acarreta um desemprego alto entre os jovens; mas traz um dinamismo importante para a economia e aumenta a competitividade, o que é bom. A China tem hoje o que devem ser as indústrias de varejo mais modernas do mundo, com automatização de pedidos, identificação, cobrança, logística, etc. Um grande desafio econômico para a China será a provável aceleração do processo de *near* e *friend-shoring*, e a taxaçoão por parte dos Estados Unidos após as eleições, e isso deve acontecer seja lá qual for o candidato que vença. Taxar a China é agenda popular tanto entre democratas como entre republicanos. E promessas eleitoreiras certamente virão por aí.

No mercado de ações internacional há duas narrativas claras: a escalada da IA (Inteligência Artificial), que tem cada vez mais aplicações concretas; e a mudança de paradigma na eletrificação de veículos.

IA é um tema controverso: muita gente ainda se lembra da bolha *ponto.com* e do tombo que isso causou na Nasdaq. Aliás, é na Nasdaq que se vê essas duas narrativas se desenrolando, com a NVIDIA como maior contribuição em ganhos e a Tesla como maior detrator. Desde julho de 2023 uma queda de 40%, e desde novembro de 2021, desabou 57%, enquanto os veículos elétricos chineses vão tomando espaço em todos os mercados.

Comentamos sobre a tese de IA na Resenha passada e já discorreremos exaustivamente sobre nossas dúvidas quanto à eletrificação. Dúvidas que, ao que parece, não são só nossas: tem havido uma desaceleração nas vendas, consequência dos problemas que esse tipo de veículo traz ao longo do tempo, além de manutenção complicada por falta de mecânicos e oficinas especializadas. A GM abandonou o Bolt, e a Ford adiou para 2027 (o prazo original era 2025) o lançamento de novos veículos. As vendas do Tesla caíram no 1T24 justificando a queda das suas ações e a desconfiança do mercado. Seu principal concorrente, a chinesa BYD, também viu as vendas caírem e sua política agressiva de preços fatalmente acarretará perda de margens, ou mesmo prejuízos para todo o setor.

Apesar das dúvidas com relação à política monetária americana, março foi positivo para os mercados. O Nasdaq subiu 1,8%; o S&P 500, 3,1%; e o Dow Jones, 2,1%. Na Europa, o abrangente índice Stoxx 50 subiu 4,2%.



Conjuntura Nacional

Em março, o índice Ibovespa recuou 0,71%, aprofundando a perda acumulada em 2024 até aqui para 4,53%; já o índice Small subiu 2,15%, e com esta alta, a perda acumulada ficou em 4,09%, pouco melhor que o IBOV. Os principais destaques negativos da B3 vieram de Mineração e Óleo & Gás, com grande peso negativo para Vale e Petrobras. Preço do minério de ferro e questões relacionadas a governança da petroleira explicam.

Na ascendente, vieram Bens de Capitais e Papel & Celulose, com boa performance. No índice Small, a principal contribuição negativa veio de Saúde; na via positiva, veio Logística (principalmente com a contribuição da Santos Brasil).

Quanto aos dados econômicos, a taxa de desemprego de fevereiro ficou em 7,8%, e o IPCA-15 apontou alta de 0,36% (ligeiramente acima do consenso: 0,32%). O Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central) cortou em 20 de março a taxa Selic em mais 0,50 p.p. (100% dentro da expectativa do mercado), colocando o juro básico em 10,75% ao ano, menor patamar desde o início de 2022. Para a reunião de 7-8 de maio, já está contratada nova queda, do mesmo tamanho.

Ainda na frente do emprego, houve criação líquida de 306 mil vagas com carteira assinada em fevereiro, totalizando 474 mil novas vagas no 1º bimestre, um aumento de 38,5% sobre o mesmo período de 2023, surpreendendo o mercado. O desafio principal do governo, no entanto, ainda está nas finanças públicas. Apesar da melhoria temporária na arrecadação (graças à antecipação de pagamento de impostos), o aumento dos gastos compulsórios é um obstáculo considerável para quem esperava ter uma vista mais desimpedida da redução do déficit primário. Gastos compulsórios estão em ascensão e devem pressionar os demais gastos dentro do novo quadro fiscal.

Nas últimas semanas, temos visto com otimismo os esforços do governo federal em fomentar a indústria dos biocombustíveis, com destaque para etanol, biodiesel e biogás/biometano (que serão grandes protagonistas na transição energética brasileira), e que é o destaque desta Resenha. O Brasil, com vasta extensão territorial e setor agrícola pujante, dispõe de todas as ferramentas necessárias para ser vanguardista neste tema, podendo entregar à sociedade crescimento e investimentos aliados a sustentabilidade, como apresentamos nesta Resenha, e de fato contribuir com a descarbonização do nosso país, e por que não, do nosso planeta?

Ainda no ambiente do agronegócio, recentemente a ministra Simone Tebet (Planejamento), em entrevista à CNN Brasil, reconheceu a importância do tema da segurança alimentar e sinalizou que deveremos ter investimentos e políticas públicas para fortalecer o setor, com iniciativas de incentivo a investimentos em equipamentos, máquinas e silos. Aguardamos novidades sobre o PCA (Programa para Construção e Ampliação de Armazéns) e o Plano Safra, quem sabe, ainda no Agrishow em Ribeirão Preto no final do mês. E as eleições são sempre um bom motivo para alegrar os eleitores, especialmente do campo, onde o governo possui menor apoio. Acreditamos estarmos bem posicionados através das empresas investidas no setor, como Kepler, São Martinho, Jalles, Metal Leve, Riosulense e Tupy (MWM), para capturar esses bons ventos. E ainda a WLM, importante concessionária Scania. Essa montadora

apresentou um crescimento na quantidade de veículos vendidos de 70% no 1T24, e apenas em março o crescimento foi de 110%. Dessa forma, a Scania assumiu a liderança do mercado brasileiro de caminhões pesados no 1T24 (no 1T23 era apenas a terceira colocada). Não custa relatar que a Scania é uma das principais clientes da Schulz e das demais fornecedoras investidas pela Trígono. 1T24 promete.

A ANFAVEA publicou seu relatório de vendas de veículos referente ao primeiro trimestre do ano: confirmou-se a melhora sequencial e ficou a indicação de que 2024 será bom para o setor automotivo. Em março, as vendas de automóveis e comerciais leves somaram 146 mil unidades, volume 8,6% menor que o de um ano antes, mas 14,2% maior que o de fevereiro. A queda no comparativo anual foi ocasionada principalmente pelo menor número de dias úteis neste ano. Já no segmento de caminhões, as vendas cresceram 18% no comparativo com fevereiro, embora acumule queda de 4,9% ano, indicando tendência positiva para os próximos meses. De nosso lado, estamos posicionados para capturar essa melhora de produção aguardada para veículos leves e pesados com nossas teses de Tupy, Schulz, Metal Leve e Riosulense (comentadas logo à frente).

Para finalizar, também temos visto esforços do governo federal para incentivar investimentos no setor de Bens de Capital e na Indústria, e algumas medidas em estudo teriam impacto positivo relevante em nossas teses (e no setor em geral).

Entre elas, temos:

- 1) O Reintegra**, que aumenta a restituição de tributos pagos por empresas exportadoras de setores selecionados.
- 2) Projeto de Lei** que institui a depreciação acelerada para modernizar a indústria, mecanismo que funciona como antecipação de receita para as empresas. Toda vez que a companhia adquire um bem de capital, pode abater seu valor nas declarações futuras de IRPJ e de CSLL.
- 3) Mover**, programa que substitui o Rota 2030 e aumenta incentivos para empresas que contribuem para a sustentabilidade e a redução na emissão de poluentes e particulados na atmosfera. Entre as iniciativas do Mover, destacamos a adoção do sistema “do berço ao túmulo” para realizar a medição da pegada de carbono dos veículos no Brasil. Acreditamos que isso será essencial para que avancem no país investimentos em biocombustíveis, aliando economia e sustentabilidade. No início da Resenha, mais detalhes, além do Combustível do Futuro e Fundo Cima, todos programas positivos para várias de nossas teses.

Desempenho dos Fundos

Março de 2024

Nesta seção, vamos detalhar um pouco mais os resultados de cinco empresas investidas, nos setores Industrial e do Agronegócio, dando continuidade ao tema central desta Resenha.

São elas:

- Kepler Weber
- Metal Leve
- Riosulense
- Schulz
- Tupy

Os resultados de todas em 2023 foram muito resilientes. A Kepler, por exemplo, teve em 2023 **o segundo melhor ano dos 98 de sua história**. A Metal Leve teve o maior lucro de sua história e distribuiu o recorde de nada menos que **R\$ 1,35 bilhão de dividendos**, o maior *yield* da B3 no ano passado. A Schulz teve **o maior lucro de sua história**, e isso em um mercado em que a produção de caminhões despencou 38%. A Riosulense teve **geração de caixa recorde e o 2º maior lucro de sua história**. *Last, but not least*, a Tupy teve o melhor ano de sua história mesmo com fortes ventos de través – como apreciação do peso mexicano e queda de volume. Essas cinco empresas tiveram um 2023 que merece o muito mais que justificado nome de histórico.

E, veja o leitor, nada do que se disse no parágrafo acima parece mover o ponteiro do interesse do mercado. Mesmo diante de todo esse desempenho estelar e em um momento repleto de novidades para indústria e agro, como Mover, Depreciação Acelerada, Nova Indústria, Combustível do Futuro e outros já comentados na 1ª parte desta Resenha. Tudo isso, sem dúvida alguma, vai beneficiar de forma direta e indireta essas companhias. E, no entanto, elas estão “longe” de seus preços máximos, **o que se vê na tabela abaixo**:

	Kepler	Metal Leve	Riosulense	Schulz	Tupy
Preço ação*	10,62	33,66	80,29	6,63	27,72
Preço Máximo (ATH)*	13,08	52,52	98,61	8,02	31,94
Data All Time High	04/11/2022	20/09/2023	13/08/2021	02/10/2023	09/11/2022
Upside até a Máxima	23%	56%	23%	21%	15%
P/L Atual	7,6	6,3	9,0	8,6	7,8
EV/EBITDA	5,4	5,6	5,2	6,1	4,9
Dívida Líquida (BRL mi)	-159,7	468	-5	-153	2.246
Dívida Líquida/EBITDA	-0,5	0,5	-0,1	-0,4	1,8

*Cotação 2/abril de 2024 *Cotação desconsidera pagamento de dividendos

Fonte: Economática/Trígono

Das cinco (não consideramos Jalles e São Martinho em razão do ano fiscal diferente de seus resultados e encerrar em março), três apresentam caixa líquido; a Tupy, a mais alavancada do elenco, tem um EBITDA que não passa de 1,8x (mesmo com o impacto negativo nos resultados). Por múltiplos, elas negociam entre 4,9x e 6,1x o EV/EBITDA, e entre 6,3x e 9,0x o P/L.

Quanto ao fluxo da bolsa, em março vimos repetir-se a saída líquida de recursos de investidores estrangeiros: foram-se R\$ 5,6 bilhões. O investidor individual respondeu por uma compra líquida de R\$ 5,1 bilhões. Desde janeiro, estrangeiros retiraram R\$ 23 bilhões de recursos, enquanto o segmento Institucional teve leve saldo positivo de R\$ 1,3 bilhão; o de Instituições Financeiras ficou em R\$ 5,5 bilhões; e o Investidor Individual, com R\$ 13 bilhões, o maior montante desde 2021. Surpreendeu: foi talvez o mais rápido no gatilho, considerando a queda das taxas de juros em andamento (talvez já a meio caminho).

Antes de prosseguir para os comentários dos resultados, renovamos o pedido de apoio, para AGOs e eleições de conselheiros, daqueles leitores e investidores com posições semelhantes às nossas. A temporada de assembleias começou em março e se estende ao longo deste mês. Como todos sabem, faz parte da estratégia de investimento da Trígono (mais um dever fiduciário do que estratégia) eleger membros aos Conselhos de Administração e Fiscal das investidas; para isso, sempre que possível (posição relevante), indicamos excelentes nomes e temos recebido apoio muito forte, especialmente de estrangeiros.

Encerramos 2023 com 23 assentos indicados e eleitos e esperamos ampliar este número neste ano. Os nomes que indicamos são selecionados a dedo, com ampla capacitação para ajudar a gerar e destravar valor. E são independentes: nenhum deles têm qualquer (qualquer!) relação com a Trígono. Não são sócios, colaboradores e menos que tudo, gestores da Trígono.

Vale deixar isso cristalinamente claro: nenhum colaborador da Trígono participa nos conselhos de companhias investidas. Pelo nada mais que óbvio motivo de que haveria nisso um manifesto conflito de interesses, além de acesso a informações privilegiadas.

Contamos com o apoio de nossos leitores e parceiros.

Kepler Weber-KEPL3

O resultado de 2023 foi o segundo melhor da história da companhia. Só foi ofuscado pelo recorde de 2022, mas naquele ano os astros pareciam decididamente alinhados para a Kepler: safra recorde; dólar apreciado; preço dos grãos na máxima; e produtor capitalizado.

Mas o produtor continua a ter de enfrentar o Grande Problema Estrutural, presente mesmo em conjunturas positivas (e a atual não é): déficit de armazenagem. Armazenar, desde sempre algo importante, passou a ter caráter crítico: levantamento de março feito pela CONAB mostra que a atual safra de grãos deve chegar a 295,6 milhões de toneladas, um volume 7,6% inferior. Mesmo que essa queda se confirme, o déficit de armazenagem ficará perto dos 90 milhões de toneladas. O produtor seguirá penalizado com prêmios de exportação negativos e maiores níveis de perdas e custos logísticos.

A ministra Simone Tebet em recente entrevista destacou a importância da armazenagem para controle de preços e segurança alimentar. No ano passado, os recursos foram de R\$ 6,7 bilhões com taxas de 8% - maiores volumes e taxas menores poderão impulsionar ainda mais os pedidos.

A Kepler não está diretamente exposta às margens de rentabilidade do produtor rural. Não significa, no entanto, que tais margens não importem. Nos últimos anos, vimos um empenho em diversificar as receitas da companhia, para minimizar a sazonalidade e os efeitos cíclicos típicos do negócio. Reposição & Serviços e Portos & Terminais representaram juntos quase 25% da receita – com destaque para o primeiro par, que traz recorrência, rentabilidade – e crescem desde 2018 a um CAGR (crescimento anual composto) de 37%. A recém-chegada Procer (empresa de tecnologia para monitoramento e automação), além disso, pode acelerar ainda mais os ganhos nessa divisão, que tende a se tornar cada vez mais representativa.

E o segmento de Fazendas, mesmo com preços menos favoráveis, faturou quase R\$ 500 milhões.

Mas o grande alento para o ano foi a divisão de Agroindústria, principalmente cooperativas que precisam atender à demanda de seus cooperados e são mais sensíveis aos volumes do que a preços em si. Desde junho, a Kepler abriu 37 vendas estratégicas que totalizam R\$ 447 milhões, boa parte será faturada ao longo desse 1S24, já praticamente tomado. Como base de comparação, o faturamento total da KW no 1S23 foi de R\$ 604 milhões, indicando que teremos um semestre com melhores receitas e resultados mais robustos, principalmente entre abril e junho. A base fraca de comparação tem a ver com a politização em que as eleições de 2022 estiveram imersas; foi preciso um período de ajuste nesse quadro até que a desconfiança abrisse espaço para que os investimentos fossem retomados.

O 4T23 teve a maior receita trimestral da história, empatando com o 4T22, porém com margens menores (efeito do preço menor do aço e do mix de produtos). Entendemos que preços menores do aço resultam em repasse para os clientes, o que acaba afetando a diluição de custos fixos. Sim, você leu certo e, sim, a sensação é contraintuitiva. Mas, dado seu posicionamento, aumentar custos do aço (que são

o principal) é positivo para a KW, que, como líder de mercado, consegue repassar. E consegue também comprar diretamente de usinas e importar bons volumes, obtendo certas vantagens sobre a concorrência (que ou compra de distribuidores, ou não conseguem importar diretamente pelo baixo volume).

Com um lucro anual de R\$ 245 milhões, a KW negocia a 7,6x Preço/Lucro (abaixo da média histórica). É um múltiplo muito baixo para uma empresa líder em armazenagem do Brasil, com 40% de *market share*, em um setor com enorme déficit, projetos que podem fomentar a demanda (Proana, Resilos e PCA) e atrelado ao agronegócio brasileiro que cresceu 5% ao ano nos últimos 10 anos (sem nada que indica que isso irá mudar). Há também o caixa líquido em R\$ 160 milhões, fazendo de uma farta distribuição de dividendos um caminho apenas natural, e R\$ 73 milhões adicionais foram aprovados na AGO.

Para 2024, o modelo de negócio de aluguel de silos deve ser testado, a partir de um projeto piloto. Várias áreas estão em estudo e, nos primeiros movimentos, a Kepler deve contar com parcerias. Eis aí mais uma possível frente de receitas recorrentes e um impulso na demanda para seu próprio core *business*.

Por fim, fica aqui registrado nosso enfático agradecimento a Piero Abbondi, que deixou o cargo de CEO no início de abril após um plano de sucessão planejado. Piero estava na Kepler desde 2018 e teve papel estratégico na ampliação de margens e continuidade na reestruturação iniciada por Anastácio Fernandes (de 2007 a 2018). Mas sua trajetória continua no Conselho de Administração desde a AGO do ano passado. Manifestamos igualmente nosso voto de confiança ao novo CEO, Bernardo Nogueira, engenheiro agrônomo com ampla experiência comercial, e que vem se preparando para o novo cargo há, pelo menos, um ano.



Em R\$ milhões

Kepler	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	671	1.226	1.815	1.512
EBITDA ajustado	109	241	568	327
EBITDA Margem	16,2%	19,7%	31,3%	21,6%
Lucro Líquido	68	160	386	245
Margem Líquida	10,1%	13,0%	21,3%	16,2%

4T22	3T23	4T23	\ 4T23/22 \	4T23/2T23
502	406	502	0%	24%
157	88	118	-25%	34%
31,3%	21,7%	23,5%		
113	67	94	-17%	40%
22,5%	16,5%	18,7%		

Caixa	289	132	338	355
Dívida Total	-79	-57	-167	-195
Caixa (Dívida Líquida)	210	75	171	160
Valor de Mercado	1.000	1.410	1.767	1.850
EV	790	1.335	1.596	1.690

P/E	14,8	8,8	4,6	7,6
EV/EBITDA	7,3	5,5	2,8	5,2

Fonte: Kepler/Trigono

Metal Leve-LEVE3

Só para recuperar o que dissemos mais acima: a Metal Leve teve o maior lucro de sua história e distribuiu o recorde de nada menos que R\$ 1,35 bilhão de dividendos, um *yield* de 32,4%, o maior de toda a B3 no ano passado.

Nossa grata surpresa (nem tanto assim, para falar a verdade) continua a ser o *aftermarket*: daí veio um crescimento anual de consideráveis 9%, com excelentes margens. Apesar do 4T23 ter trazido margens menores (sazonalidade natural do setor automotivo), a margem anual foi a maior registrada até agora.

Esperamos que a partir daqui as margens continuem em patamares saudáveis e elevados, embora uma leve redução seja natural, dada a retomada das montadoras, já que estas proporcionam margens menores. O segmento Montadoras foi afetado principalmente nos pesados, onde as margens em geral são melhores, mas ainda assim, na conferência de resultados foi informado que as margens dos 2 primeiros meses de 2024 continuam muito saudáveis. Se nos perguntassem, diríamos que o mercado dá peso demais para margens; o que importa mesmo é o valor absoluto dos resultados. Se for com valores sustentáveis, preferimos uma empresa lucrando R\$ 1 bilhão com margem de 15% a uma com lucro de R\$ 500 milhões com margem de 20%.

A divisão de filtros continua evoluindo, com receitas representando 11% do total e o lucro de R\$ 26 milhões subindo para R\$ 37 milhões. A Metal Leve passa a ser referência em filtros na América Latina e para o próprio Grupo Mahle. Esse mercado oferece grandes oportunidades, ao entrar no segmento agrícola, e mesmo o *aftermarket*. Para se ter ideia, um trator chega a ter 26 tipos de filtros diferentes, inclusive de combustível e especialmente ar, dado o volume de poeira próprio do meio agrícola e os danos que podem causar nos motores e nos operadores das máquinas agrícolas.

Se considerarmos uma manutenção de lucros para 2024, com a retomada da produção (contrabalançada pelo aumento das despesas financeiras), a Metal Leve negocia a 6,1x lucro, o menor indicador do setor (como se viu na tabela da 1ª parte desta Resenha). Uma outra cereja num bolo cheio delas: há R\$ 221 milhões adicionais em dividendos complementares (*yield* de 4,8%), o que não impede outras antecipações ao longo deste ano, especialmente JCP, pela vantagem tributária.

Destacamos mais uma vez o alto grau de inovação tecnológica da companhia, através do seu centro tecnológico em Jundiaí (SP), conectado a outros 11 centros de Pesquisa e Desenvolvimento da Mahle espalhados pelo mundo. Juntos, esses centros empregam mais de 5.400 engenheiros, vários deles PhD, que trocam dados e conhecimento entre si. É como se a Metal Leve no Brasil tivesse este número de engenheiros pelo intercâmbio tecnológico, sendo o Brasil a referência em biocombustíveis. Em março, tivemos a oportunidade de visitar o Centro de Pesquisas no interior de SP, que é o principal para desenvolvimento de motores na América do Sul. A unidade passa agora a ser um Centro Global de Biomobilidade da Mahle. Praticamente todas as soluções da empresa voltadas para biocombustíveis serão testadas e desenvolvidas aqui.

Centro de Pesquisa e Desenvolvimento – América do Sul



 2º maior centro de desenvolvimento de motores da América do Sul	 Centro Global de Biomobidade	 Centro de engenharia das Américas para sistemas de filtração
 50 clientes desenvolvendo tecnologias (OEMs e fornecedores)	 ~250,000 horas de testes e validações	 ~150 colaboradores

Capacidades e áreas de desenvolvimento

 Laboratórios de desenvolvimento	 Manufatura aditiva	 Digitalização	 Componentes do motor	 Filtros e periféricos	 Gerenciamento térmico	 Biomateriais	 Combustíveis renováveis
--	---	--	---	--	---	---	--

Fonte: Metal Leve/Trígono

A Mahle já dispõe de diversas soluções de componentes que vão do biocombustível ao hidrogênio, soluções avançadas para filtros, sistemas integrados de hidrogênio, além de ser especialista em gerenciamento térmico (voltado a refrigeração de baterias), estruturas de carregamento e sistemas para motores elétricos. E são feitos lá testes de durabilidade com etanol e biodiesel nas misturas com gasolina e diesel, inclusive contribuindo para as avaliações sobre aumento da mistura de etanol dos atuais 27,5% para 35%. Homologada pelo INMETRO, as avaliações da Metal Leve são referência para tais possibilidades.

Mobilidade Sustentável - O contexto global

Liderando o desenvolvimento do MCI sustentável

► Soluções de componentes do biocombustível ao hidrogênio:

Líder de mercado e parceiro confiável para estratégia last man standing.



 Componentes para motores a biocombustível	Permitindo MCIs neutros em CO2	 Componentes para motores a hidrogênio	Permitindo a combustão limpa do hidrogênio	 Soluções em filtração	Permitindo MCIs com maiores níveis de biocombustível	 Sistemas Integrados para hidrogênio	Garantido segurança de operação
---	--------------------------------	---	--	---	--	---	---------------------------------

Fonte: Metal Leve/Trígono

Engana-se quem acha que a Metal Leve seria dizimada pela adoção completa da frota eletrificada: a Mahle já oferece diversas soluções desenvolvidas e nossa investida poderia comercializar mediante pagamento de *royalties*. Não o faz ainda por questões de escala e retorno.

Destacamos por fim o fato de Europa e Estados Unidos deixarem de investir em novos motores a combustão – algumas montadoras inclusive deixarão de produzir tais motores. De acordo com informações do Sindipeças, o mundo fabrica hoje cerca

de 80 milhões de motores a combustão, dos quais 30 milhões nos Estados Unidos e na Europa. No entanto, se tais motores deixarem de ser fabricados nessas regiões, mas seguirem sendo equipados em veículos pela demanda de consumidores, e o Brasil capturar 10% deste volume, bom, eis aí uma demanda adicional de 3 milhões de motores a combustão para o país atender. Atualmente, o Brasil fabrica cerca de 2,5 milhões de veículos anualmente, boa parte com motores importados, como comerciais leves (praticamente 100% das *pick-ups* têm motores importados). Fora a demanda por híbridos, com novos motores a combustão, tecnologia *flex* e futuramente 100% com biocombustíveis. E mais, quanto mais envelhecida fica a frota (45 milhões de veículos no Brasil), maior a necessidade do *aftermarket*.

Em R\$ milhões

Metal Leve	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	2.403	3.631	4.224	4.338
EBITDA ajustado	412	726	845	918
EBITDA Margem	17,2%	20,0%	20,0%	21,2%
Lucro Líquido ajus.	204	496	583	748
Margem Líquida	8,5%	13,7%	13,8%	17,2%

4T21	4T22	4T23	4T23/4T22	4T23/4T21
942	1.116	1.017	-9%	8%
167	202	157	-22%	-6%
17,7%	18,1%	15,4%		
131	143	154	8%	18%
13,9%	12,8%	15,1%		

Dividendos	12	119	539	1.273
Yield	0,3%	4,4%	13,6%	32,4%

Não recorrentes	2020	2021	2022	2023
PIS/Cof. Impairm.	-74	-20		

Caixa	686	509	505	383
Dívida Total	552	-262	-414	-851
Caixa (Dívida Líquida)	133	246	91	-468
Valor de Mercado	2.691	3.125	3.785	4.554
EV	2.557	2.879	3.694	5.022

P/E	13,2	6,3	6,5	6,1
EV/EBITDA	6,2	4,0	4,4	5,5

Fonte: Metal Leve/Trigono

Riosulense-RSUL4

Os resultados evidenciam a força do *aftermarket* e uma geração de caixa livre, R\$ 45 milhões em 2023. A Riosulense está, assim, na galeria das investidas da Trígono a se tornar caixa líquido no último trimestre (já considerando que o período é de menor atividade). A dívida bruta de R\$ 64 milhões não é bancária, e é quase toda composta por obrigações tributárias negociadas junto à PGFN e o REFIS – ou seja, o perfil é de longo prazo e ao custo de SELIC (compensado pelas aplicações financeiras). Assim, o caixa de R\$ 69 milhões cobre integralmente a dívida considerando-se a inclusão do RPGFN e REFIS.

O mercado conhece pouco a companhia, mas esta tem *status* de *rockstar* (ok, nem tanto) dentro do setor em que atua, notadamente no *aftermarket* atendendo veículos fora de produção, justamente onde a necessidade de manutenção é maior. Nem poderia ser diferente, com o portfólio amplo e a liderança de mercado que tem em diversas linhas: camisas de cilindro, guias e tuchos de válvulas. Mesmo estando no espaço concorrencial em que se encontra a Metal Leve, a concorrência entre ambas é muito baixa, uma vez que a Rio foca em produtos nichados, nos quais os *players* maiores não se interessam por produtos de menor escala e produtos importados não incomodam e não possuem a penetração da Rio nestes nichos. As grandes focam em investimentos e produção em novos motores. Assim, a Rio atende um mercado de produtos fora de linha e para um número decrescente de veículos em circulação, mas que estão em uso há muito tempo e devem permanecer circulando por um bom tempo ainda, incluindo motocicletas. Essa permanência ocasiona, claro, manutenções e trocas de peças. Pense na atual presença de misturas de etanol e combustíveis como biodiesel: motores mais antigos não foram preparados para tais novidades. E as peças importadas não possuem tratamento para nossos combustíveis, tornando o Brasil um mercado bastante distinto.

Sazonalmente, o 4º trimestre costuma ser mais fraco. Mas enxergamos uma boa recuperação em 2024 no segmento para montadoras a partir da retomada de pesados e na ampliação da linha de produtos. Nos últimos anos, a companhia passou a focar mais na linha agrícola e na de pesados. Foram mais de 700 produtos para aplicações em motores de Mercedes, Volvo, John Deere, MWM, Caterpillar e outros gigantes.

E um fato incrível: as embalagens dos produtos da Riosulense são bem conhecidas por sua cor laranja. Pois não é que falsificadores têm vendido itens, de qualidade certa e enormemente inferior, copiando as embalagens? Os itens em questão provêm da China. A marca é tão forte que até da China enxergaram um modo de colocar seus produtos no mercado de peças de reposição através de falsificação. Vejam só. Parafraseando um ditado, a inveja é o tributo que o vício paga à virtude. Mas quando se trata de peças de reposição, mais que um pecado mortal, ceder ao vício é risco à vida ou, no mínimo, prejuízos à vista, pela possibilidade de danos aos motores e aos veículos.

Com sólidos R\$ 69 milhões no caixa da empresa, começamos a perguntar quais seriam os próximos passos de crescimento. Ficamos surpresos com o orçamento de capital para 2024: quase R\$ 53 milhões em investimentos, boa parte para máquinas e equipamentos. O montante é superior a tudo que a empresa investiu nos últimos 4 anos. Quanto ao caixa robusto, há também expectativa por maiores *payouts*: já são quase R\$ 12 milhões em reserva para dividendos e mais R\$ 33 milhões à disposição da assembleia de acionistas ou conselheiros para decidir sobre o uso deste caixa. Eis aqui a combinação perfeita para a Trígono: geração operacional de caixa; crescimento; e (possivelmente) mais dividendos. Aguardemos.



Em R\$ milhões

Riosulense	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	195	323	394	341
EBITDA ajustado	68	74	109	93
EBITDA Margem	35%	23%	28%	27%
Lucro Líquido	-6	89	67	54
Margem Líquida	-3%	27%	17%	16%

4T22	3T23	4T23	\ 4T23/22	\ 4T23/3T23
98	90	81	-17%	-11%
33	26	20	-39%	-23%
34%	29%	25%		
18	15	12	-35%	-22%
19%	17%	15%		

Não recorrentes	2020	2021	2022	2023
Obrigações Fiscais	-55	47		

Caixa	9	21	41	69
Dívida Total	139	95	81	64
Caixa (Dívida Líquida)	-130	-75	-40	5
Valor de Mercado	110	419	415	481
EV	240	494	455	476

P/E	(19,2)	4,7	6,2	7,2
EV/EBITDA	3,5	6,7	4,2	4,4

Fontes: Riosulense/Trígono

Schulz-SHUL4

Com a devida vênia pela expressão: a Schulz é nossa “Princesa de Joinville”.
Vejam só, vamos a um pequeno instante de história: o primeiro nome da cidade catarinense foi Colônia Dona Francisca. A história começa em 1843, quando a princesa Francisca de Bragança, irmã do imperador brasileiro D. Pedro 2º, se casou com o príncipe francês François Ferdinand Philipe, que recebeu assim o título de Príncipe de Joinville. A colônia seria então fundada em 9 de março de 1851. O termo francês “Joinville” se traduz em português como “Cidade Feliz” e, como os próprios colonizadores chamavam a localidade por esse termo em homenagem ao príncipe, a cidade o adotou como nome. As terras de Joinville foram por ele recebidas como presente de casamento. Mais tarde, passou a receber colonizadores e imigrantes alemães, muitos deles mestres em fundição e dedicados a tecelagem, que é característica ainda hoje das atividades industriais do Estado, além dos frigoríficos, aliás salsichas e iguarias derivadas de suínos, e aves são parte da culinária alemã e italiana, também imigrantes na Região sul.

A Schulz segue nos impressionando mesmo em um ano de queda de 38% na produção de caminhões no Brasil, e de queda de “apenas” 8,9% na sua receita do segmento automotivo. Destaca-se a receita do mercado externo, que atingiu 28% da receita líquida e cresceu 9,4% no ano (não obstante o real ter valorizado 4% frente ao dólar). As vendas da divisão automotiva no mercado externo cresceram 19% em dólar, efeito direto das recorrentes premiações globais pelas principais montadoras (DAF, John Deere e MAN) para a Schulz, que pode assim fornecer para unidades globais destas montadoras, gerando maior escala para suas linhas de produção, além de novos mercados. Em 2022 e 2023, a Schulz foi premiada, respectivamente, por John Deere e DAF (da norte-americana Paccar) como *Supplier of the Year*.

Falamos de *quality* na Resenha do mês passado e um exemplo máximo desse conceito é a Schulz, que impressionou na forte gestão do capital de giro e do ciclo de caixa, aproveitando o ano desafiador para melhorar eficiência operacional e reduzir o ciclo financeiro. A Schulz passou em 12 meses da posição de dívida líquida de R\$ 186 milhões para a de caixa líquido de R\$ 153 milhões (uma variação positiva de respeitáveis R\$ 339 milhões), mesmo tendo distribuído R\$ 73 milhões em proventos e investido R\$ 90 milhões (só no último trimestre foram R\$ 23 milhões). Isso representa quase R\$ 500 milhões em geração de caixa livre. A Trígono e seus cotistas agradecem.

Para nós, geração de caixa é até mais importante do que o lucro líquido: dá uma noção mais clara e tangível do valor sendo criado aos acionistas e de como está sendo empregado para criar ainda mais valor.

Exemplos do significado de Quality & Value



Fonte: Schulz

Esse desempenho não vem de planos iniciados todos no ano passado. Desde 2018, a Schulz acumulou R\$ 713 milhões em investimentos, direcionados a automação do parque fabril, ganhos de eficiência, aumento de capacidade, qualidade e novos processos. E em 2024, o orçamento de capital prevê até R\$ 185 milhões em investimentos para expansão e desenvolvimento de novos produtos.

São muitas novidades, inclusive em segmentos de negócios que começam a ganhar relevância e em outros que começam a aparecer. A linha de produtos voltada a compressores de freios para caminhões, com foco no *aftermarket*, vem batendo recorde atrás de recorde e finalizou 2023 com crescimento de 45%, em um mercado potencial de quase R\$ 1 bilhão, e crescente.

Nessa mesma linha, foi lançada a SchulzTech, que visa prestar serviços de monitoramento em tempo real, em busca de prever falhas em sistemas de freios, problema muito comum e seríssimo no Brasil. A troca de sistemas de freios deveria, aliás, ser obrigatória, como o é de fato em alguns países. A perda de freio em veículos pesados (ônibus, inclusive) quase sempre causa tragédias plenamente evitáveis.

Atualmente SHUL4 negocia a um múltiplo 8,7x Preço/Lucro, mesmo com um histórico de crescimento robusto e longo. O crescimento médio do lucro líquido desde 2018 é de 32% ao ano, “coincidentemente”, o CAGR da cotação da ação foi 34% ao ano no mesmo período. Fica aí mais uma evidência de que, no longo prazo, a tendência é o preço de ações e lucros caminharem de mãos dadas. Mas uma expansão de múltiplos (que o mercado está disposto a pagar), maior distribuição de dividendos e ampliação da liquidez, podem descolar o retorno das ações ao investidor, acima do próprio crescimento dos lucros. E crescimento é uma das características das *small caps*. O mercado, preocupado com liquidez e em não descolar dos *benchmarks*, insiste em ficar de olhos bem fechados (como diria o cineasta Stanley Kubrick).

O caminho da Schulz é longo, com diversas avenidas de crescimento, principalmente no *aftermarket*, novos produtos, mercados e clientes globais. Seguimos confiantes em nossa “Weguinha” (outro apelido carinhoso para a princesa que vai se tornando imperatriz).

Em R\$ milhões

Schulz	2019	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	1.051	1.060	1.706	2.093	1.926
EBITDA ajustado	138	187	292	438	368
EBITDA Margem	13,1%	17,6%	17,1%	20,9%	19,1%
Lucro Líquido	97	142	193	270	278
Margem Líquida	9,2%	13,4%	11,3%	12,9%	14,4%

4T22	3T23	4T23	4T23/4T22	4T23/3T23
547	497	452	-17%	-9%
128	94	80	-38%	-15%
23,5%	18,9%	17,6%		
95	76	63	-33%	-17%
17,3%	15,4%	14,0%		

Caixa	317	443	448	653	838
Dívida Total	-535	-688	-930	-839	-686
Caixa (Dívida Líquida)	-218	-245	-482	-186	153
Valor de Mercado	905	1.206	1.519	1.625	2.420
EV	1.123	1.451	2.001	1.811	2.267

653	739	838
-839	-718	-686
-186	21	153
1.625	2.698	2.420
1.811	2.677	2.267

P/E	9,3	8,5	7,9	6,0	8,7
EV/EBITDA	8,2	7,8	6,8	4,1	6,2

Fontes: Schulz/Trigono

Tupy-TUPY3

Em um ano de transição, as sinergias capturadas das últimas 2 aquisições foram ofuscadas por fatores de natureza não recorrente, em especial as apreciações do peso mexicano e do real, além do menor volume vendido (efeito mais sensível da transição para o Euro 6/Proconve 8). Nas contas feitas pela empresa, esses efeitos reduziram o EBITDA em R\$ 600 milhões.

Nunca é demais lembrar: a Trígono dá menor importância para esse indicador, mas não o ignora: o mercado se apoia demais nele, inclusive no uso para avaliar empresas e é o mercado que determina o preço, mas nosso papel é determinar o valor. Maior a diferença, tanto melhor, desde que o preço seja o menor. Assim, o EBITDA da Tupy já poderia estar próximo de R\$ 1,9 bilhão, ou seja, foi impactado em 1/3 pelos fatores mencionados pela própria empresa, o que resultaria em um múltiplo EV/EBITDA de 3,3x! É baixíssimo, para uma empresa de engenharia complexa e que tem feito investimentos em múltiplas frentes (que ainda não resultaram em receita, mas estão a caminho). Só o custo de recursos humanos adicionais alocados em P&D e novos projetos resultaram em custo anual adicional de R\$ 60 milhões (cerca de 5% do EBITDA atual).

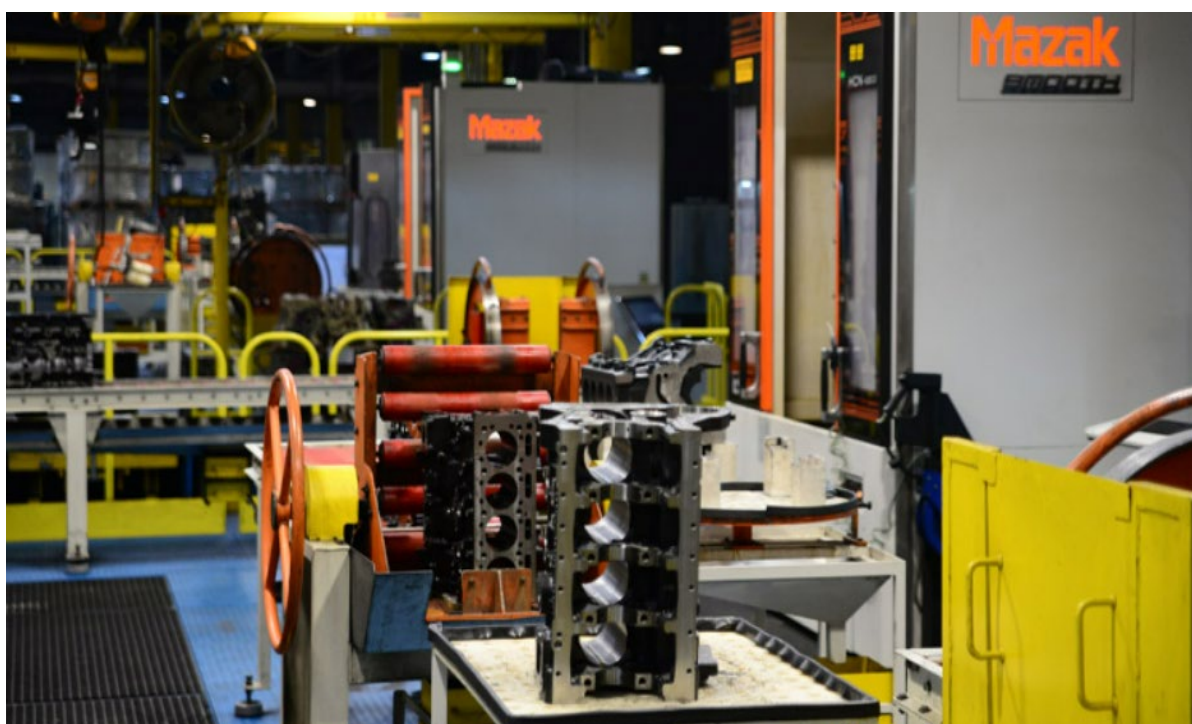
A verdade é que a Tupy tem olhos voltados para o longo prazo. Isso resulta em uma estrutura de custos um pouco maior no curto prazo, mas é necessário e vital para o futuro da companhia. Negócio algum prospera sem investir em P&D, o que sempre antecede as receitas. No caso da Tupy, esses investimentos são contabilizados como despesas correntes, embora pudessem ser contabilizados como despesas diferidas ou intangíveis, e serem amortizados mais à frente.

Uma medida muito importante, que precisa ser reforçada, é a geração de R\$ 829 milhões (ou mais de $\frac{1}{4}$ do valor de mercado da empresa) de caixa operacional. Mesmo com duas grandes aquisições e investimentos elevados a serem feitos frente aos novos negócios, a Dívida Líquida/EBITDA está em 1,7x e a posição de caixa é confortável para encarar todas as obrigações financeiras dos próximos 3 anos. O rating de crédito da Tupy é melhor que a nota soberana do Brasil. E o custo da dívida em dólar de um bond de 10 anos é de US\$ 375 milhões e vencimento em 2031 ao custo de 4,5%, é equivalente à remuneração atual do Tesouro americano, título de 10 anos.

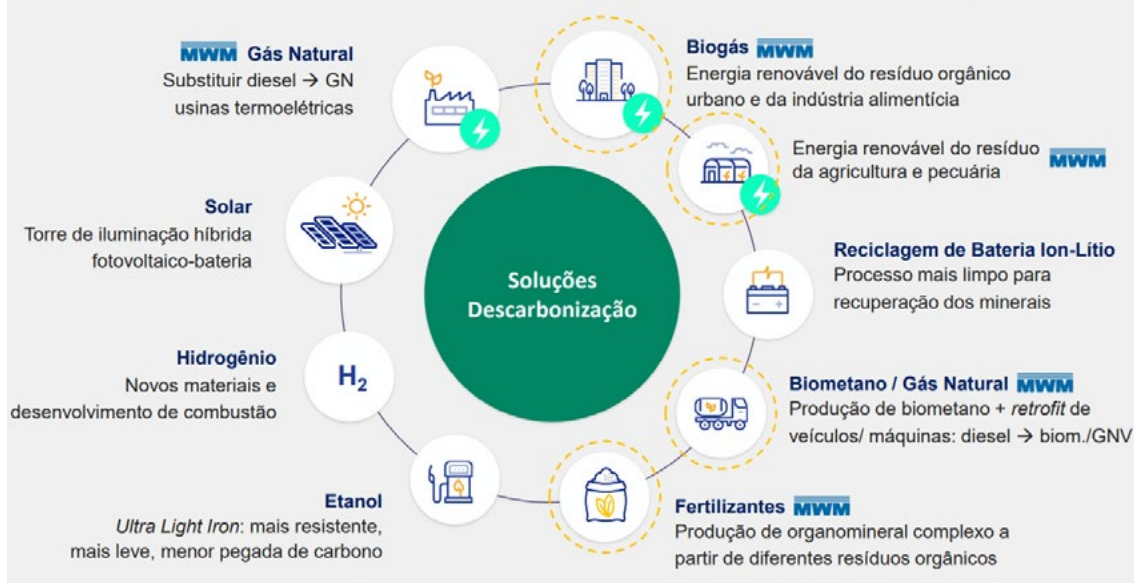
As margens ainda estão em patamares muito aquém do potencial histórico (em 2015, por exemplo, era de 17%), mas a possibilidade de retomada é grande. Estas são algumas das atividades que devem não só incrementar receitas, mas contribuir para ampliar margens nos próximos 3 anos:

- Avançar o nível de usinagem (o que eleva o valor agregado), além de reter 20% do bloco em sucata para ser reutilizado no processo com redução significativa nos custos.
- Montagem de cabeçotes e montagem (parcial ou completa) de motores e agregação de valor com baixos investimentos em ativos, aumentando o ROIC e EVA.
- Projeto de flexibilidade da produção (alocando produtos entre plantas de acordo com o nível de produtividade e eficiência de custos). Maiores impactos já devem surgir a partir deste 2º trimestre e mais fortemente em 2025/26.
- Negociação com clientes para possível repasse dos custos com a depreciação do dólar frente ao peso mexicano (13% em 2023).
- Foco no segmento de reposição. A MWM já possui um mix de mais de mil produtos para aftermarket (multimarcas) e em 2024 o plano é lançar 6 por dia. O market share da MWM em aftermarket é hoje de menos de 2%, mesmo tendo fabricado mais de 25% dos motores a diesel em circulação no Brasil, nada menos que 1,5 milhão de motores em 6 milhões em operação (incluindo estacionários);
- O crescimento da área de descarbonização e energia será acelerado. São líderes em grupo geradores (MWM), setor com potencial de crescimento elevado. A instabilidade da rede de energia e a tendência de crescimento de data centers, além da adoção das fontes renováveis de energia onde existe muita intermitência como no campo, deverão demandar cada vez mais geradores como elemento de segurança.
- Bioplantas irão fomentar demanda adicional para venda de equipamentos, possibilidade na venda de energia, biometano e organominerais. O agronegócio e uma vez mais, energia, devendo estar entre os principais catalisadores de crescimento, expansão de margens e criação de valor aos acionistas.

A primeira parte desta Resenha explica as múltiplas iniciativas em processo e o movimento global em busca de descarbonização. De Tupy/MWM virão grandes contribuições.



UM PORTFÓLIO COMPLETO PARA DESCARBONIZAÇÃO



Em R\$ milhões

Tupy	2020	2021	2022	2023
Receita Líquida	4.258	7.083	10.178	11.368
EBITDA ajustado	605	878	1.268	1.265
EBITDA Margem	14,2%	12,4%	12,5%	11,1%
Lucro Líquido	-76	203	502	517
Margem Líquida	-1,8%	2,9%	4,9%	4,5%

4T22	3T23	4T23	4T23/4T22	4T23/3T23
2.591	2.976	2.622	1%	-12%
250	367	250	0%	-32%
9,7%	12,3%	9,5%		
56	150	160	183%	7%
2,2%	5,0%	6,1%		

Tupy	2020	2021	2022	2023
Caixa	1.364	1.272	1.510	1.604
Dívida Total	-2.226	-2.611	-3.520	-3.804
Caixa (Dívida Líquida)	-862	-1.339	-2.010	-2.200
Valor de Mercado	3.037	2.934	3.910	4.000
EV	3.899	4.273	5.920	6.200

P/E	(39,9)	14,5	7,8	7,7
EV/EBITDA	6,4	4,9	4,7	4,9

Fontes: Tupy/Trigono

Desempenho dos Fundos

Março de 2024

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

Após um início de ano desafiador, março veio como um alento para o Delphos: a alta foi de 2,3%, contra um recuo de 1,2% do DIV – alfa de 3,5%. Contribuíram para o desempenho Agronegócio (2,2%) e Indústria (1%). Já Mineração e Metalurgia (-1,3%) andou para trás. Embora positivo, o mês passado ainda segurou o fundo atrás do *benchmark* no ano (-5,6%, contra -3,8% do IDIV). Sobre Mineração e Metalurgia: pesou sobre todo o setor a queda de 9,4% nas cotações da Vale. Até quem não está ligado diretamente ao minério de ferro sentiu o baque. A queda de 27% nos preços do minério neste ano explica a desvalorização da Vale – isso e a dança das cadeiras um tanto descontraída que tem sido o processo de sucessão do atual CEO.

Os últimos meses tornaram clara uma inclinação do mercado para ativos mais líquidos. Com isso, *valuation* e fatores “micro” (ou fundamentos) das empresas acabaram ficando em segundo plano. Pode ser só coincidência, mas a temporada de resultados do 4T23 pode ter alimentado a recuperação e o descolamento do IDIV. Embora os resultados das investidas ainda não atinjam seu potencial máximo, acreditamos em uma evolução gradual nos números das principais posições ao longo de 2024. Em algumas delas, vamos perceber isso quando os resultados do 1T24 começarem a sair.

Atualmente, os múltiplos P/L das investidas da Delphos variam entre 4,0x e 9,0x – nem é preciso dizer que múltiplos baixos, resultados em ascensão e juros em queda formam uma combinação atraente (de vez em quando, explosiva). E mais ainda se as companhias forem do tipo que distribuem dividendos recorrentemente.

Desde seu início (abril/2018), o Delphos apresenta retorno de 216% contra 96,7% do IDIV (alfa de 119,3%). O desempenho positivo de março deixou o fundo com um histórico superior em todas as janelas a partir de 24 meses, pesando ainda no curto prazo os fatores acima mencionados (fluxo de estrangeiros, busca de liquidez). Abaixo, o desempenho histórico detalhado do fundo:

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	2,3%	-5,6%	14,9%	23,1%	61,3%	204,9%	216,0%
IDIV	-1,2%	-3,8%	28,5%	19,4%	35,5%	84,3%	96,7%

Fonte: Trígono

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

O Flagship 60 – que completa 6 anos no próximo dia 24 – teve em março sua 2ª alta mensal consecutiva: 0,9%. Ficou, no entanto, abaixo do avanço do SMLL (2,2%). No acumulado do trimestre, a queda é de 6,2%, contra desvalorização de 4,1% do *benchmark*. Sempre é bom mencionar: estamos bem “descasados” do índice, que inclui nomes que não se enquadrariam na nossa estratégia. Eles incluem empresas com valor de mercado acima de R\$ 10 bilhões – como a Santos Brasil e seus R\$ 11,5 bilhões (e que contribuiu, sozinha, com 0,9% do ganho do *benchmark* – ou 40% do ganho no índice no mês passado). E o índice também é exposto de forma relevante a setores como Imobiliário, Saúde e Consumo/Varejo (nos quais não estamos).

Em 12 meses, a estratégia entregou uma valorização de 9,9%, contra 24% do SMLL. As razões são as comentadas mais acima. Expandindo o horizonte de tempo, em 24 meses o Flagship 60 abriu amplo ganho – de 10,5% – sobre o SMLL – que caiu 10,4% (nada menos que 21% de alfa). Desde seu início (abril/2018), a diferença é ainda maior: 235,5%, contra meros 28,8% (alfa de 206,7%).

Isso mostra que no longo prazo e no horizonte mínimo de investimentos que recomendamos (2 a 3 anos), o fundo captura o desempenho das empresas, fatores pontuais são rapidamente esquecidos à medida que os fundamentos se materializam.

No mês, os destaques ficaram por conta de Agronegócio (1,9%) e Indústria (0,5%). Do lado negativo veio Mineração e Metalurgia (-1,2%). Mesmo com as 6 principais posições representando 83% da carteira, a volatilidade de 12 meses do fundo é inferior ao *benchmark*: são 17,8% contra 20,9%. Hoje, 49% do fundo está alocado em small caps; 44% em *micro caps*; e 5% em mid caps (quando entrou no fundo, seu *market cap* estava abaixo de R\$ 10 bilhões; com a valorização, ultrapassou esse valor).

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	0,9%	-6,2%	9,9%	10,2%	38,5%	157,4%	243,6%
SMLL	2,2%	-4,1%	24,0%	-10,4%	-17,6%	27,5%	28,8%

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	0,9%	-6,2%	10,3%	10,5%	38,0%	157,3%	235,5%
SMLL	2,2%	-4,1%	24,0%	-10,4%	-17,6%	27,5%	28,8%

Fonte: Trígono

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

Com uma estratégia de investimento flexível, o Verbier é livre para alocar recursos não apenas em empresas do segmento de *small e micro caps*, mas também para explorar oportunidades naqueles campos onde as árvores são mais altas (com mais de R\$ 10 bilhões de altura, as *mid caps*, e R\$ 30 bilhões – as *large caps*, como as entendemos). É uma estratégia que permite “convocar” os melhores nomes dos fundos da Trígono especializados em *micro caps*, *small caps* e *large caps*, explorando as melhores oportunidades do momento, não importa a classificação do ativo. Como uma seleção olímpica de futebol que pode trazer alguns jogadores veteranos, mas de qualidade excepcional. No caso, algumas *large caps*, também descontadas pelo mercado.

Em março, o Verbier entregou alta de 2,2% – quase 3 pontos percentuais acima do IBOV, que recuou de leve (-0,7%) no mês. As contribuições positivas vieram de Agronegócio (2,0%) e Papel e Celulose (1,0%). Mineração e Metalurgia, também aqui, foi o principal detrator com queda de 1,1%. No ano, o Verbier está ligeiramente abaixo do referencial, acumulando queda de 4,7% contra 4,5% também negativos do IBOV. Se o curto prazo não é favorável, o longo prazo conta outra história sobre nossa estratégia: 212,8% de valorização, contra 64% do IBOV desde quando o fundo começou (julho/18). O alfa acumulado é de 148,8%.

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	2,2%	-4,7%	14,1%	15,8%	40,2%	168,9%	212,8%
IBOVESPA	-0,7%	-4,5%	26,6%	7,9%	11,6%	74,5%	64,0%

Fonte: Trígono

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

O Trígono 70 Prev se destaca como excelente alternativa para diversificação de carteiras previdenciárias, uma vez que não é estritamente limitado às *small caps*. É nesse segmento que a Trígono identifica no momento as melhores oportunidades em renda variável – mas mantemos olhos abertos para *mid e large caps*. Outras opções previdenciárias expostas a renda variável por aí são predominantemente ligadas a grandes empresas e correlacionadas diretamente com o IBOV. Atualmente, 9 empresas preenchem os 70% alocados em renda variável – o que deixa para sobreposição com o IBOV uma margem pequena.

O 70 Prev avançou 2,4% em março, acima do 0,8% do CDI. Com a tendência de queda da SELIC, esperamos que a tarefa de bater o CDI (o que já temos feito mesmo em taxas mais elevadas) seja menos árdua. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou 12,9% de alta – ligeiramente acima do CDI (12,5%). Objetivo (um deles) cumprido. Desde o começo (set/2019), o 70 Prev entregou ganho equivalente a 217,7% do CDI – ou seja: mais de 3 vezes o capital investido no *benchmark*. Isso se traduz em uma alta nominal de 92,1%. Assim como os outros fundos da Trígono, o desempenho positivo de março veio dos setores de Agronegócio (2,4%) e Indústria (0,7%). Na performance negativa – sim, elas de novo: Mineração e Metalurgia (-0,8%).

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	2,4%	-3,1%	12,9%	24,3%	43,1%	115,8%	92,1%
CDI	0,8%	2,6%	12,5%	27,5%	35,5%	38,5%	42,3%

Fonte: Trígono

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

Com alfa de 2,8% em março, o Icatu 100 entregou alta de 2,1%, puxado por Agronegócio (2,3%) e Indústria (0,4%). Mineração e Metalurgia (-0,2%) pesou mais uma vez. Mesmo com o mês de março positivo, o fundo continua atrás do IBOV no acumulado de 2024: ambos caíram, mas o primeiro recuou 6% e o segundo, 4,5%. Desde seu início (julho/2020), o Icatu 100 acumula 91,9% de valorização – enquanto o *benchmark* tem “meros” 27,5%. Quem ficou com o Icatu 100 viu um ganho maior que o triplo do referencial – que engloba as maiores e mais líquidas empresas negociadas na B3.

Diferente do 70 Prev, o Icatu 100 é um produto previdenciário 100% alocado em renda variável (sujeito a diferentes limites regulatórios, portanto). Mais diversificado que seu “primo”, o 70 Prev, o fundo é composto por 13 posições, com as 6 principais representando 73% do patrimônio (e nenhuma pode ultrapassar 15% de alocação). Nos últimos 12 meses, a volatilidade do fundo foi de 19,2%, contra 15,3% do IBOV.

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	2,1%	-6,0%	14,6%	14,2%	45,1%	91,9%
IBOVESPA	-0,7%	-4,5%	26,6%	7,9%	11,6%	27,5%

Fonte: Trígono

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

Nosso caçula previdenciário, com estrutura semelhante à do 70 Prev, mas com carteira mais diversificada (como o Icatu Prev 100), entregou alta de 2,4% em março, contra queda de 0,7% entregue pelo IBOV. No acumulado de 2024, também o fundo e o referencial caem – mas o 70 Prev recuou 1,5%, e o IBOV perdeu 4,5%. Desde seu início (18/maio/2023), o Icatu 70 Prev acumula alta de 10,2% – atrás do IBOV, que subiu 16,4% no mesmo período.

Quanto ao desempenho por setor, merecem destaque Agronegócio (1,2%) e Papel e Celulose (0,7%). Do lado negativo, Mineração e Metalurgia, que perdeu 0,4%.

Fundo	mar-24	2024	INÍCIO
ICATU 70 PREV	2,4%	-1,5%	10,2%
IBOVESPA	-0,7%	-4,5%	16,4%

Fonte: Trígono

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

O primeiro trimestre foi de recuperação para o Power Yield: as janelas negativas já foram quase todas “fechadas” – exceto pela de 24 meses. Março foi um mês especial: o Power abriu 5,9% de alfa frente ao IEE (3,1% de alta *versus* 2,8% de queda). No acumulado do ano, o Power sobe 1,9%, contra queda de 6,6% do referencial (um alfa de 8,5% em 3 meses!).

Mesmo com ventos contrários no percurso (março de 2023, por exemplo, deixou uma lembrança ruim, de queda de 14,2%), o fundo apresenta valorização de 15,8% desde seu início (fevereiro/2021).

O bom desempenho do mês pode ser explicado pelos setores do Agronegócio (1,5%), Óleo e Gás (1,0%) e Concessão e Energia (0,4%). Aqui, não tivemos nenhum setor com desempenho negativo, um mês quase “perfeito”. O IEE foi impactado pelo desempenho das ações de Concessão e Energia, que não tiveram desempenho satisfatório no mês passado (veja-se empresas como Coelce, Neoenergia, Copel, Energisa e Equatorial).

O fantasma das intervenções regulatórias passadas tem assombrado o setor elétrico – como a “modicidade tarifária” de outrora, que desarticulou tudo. Com o setor fazendo investimentos de longo prazo, qualquer alteração na regra do jogo pode ser muito negativa – investimentos e investidores tendem a sumir. Como nosso fundo possui alternativas – como petróleo, gás e combustíveis renováveis, além de empresas eletrointensivas –, podemos “driblar” tais eventos. Inclusive através de empresas que saem favorecidas com quedas no preço da energia – caso das eletrointensivas, que têm a energia elétrica entre os principais insumos e custos.

Como o propósito do Power é investir em companhias que, de forma direta ou indireta, se beneficiam da transição energética ou são eletrointensivas, e mesmo no setor de petróleo e gás, temos baixa correlação com o *benchmark*. Apesar do momento atual de estabilidade, acreditamos que o mundo está cada vez mais suscetível a crises energéticas, e o posicionamento atual permite nos beneficiarmos de um cenário energético mais desafiador. Com o Oriente Médio mais uma vez no papel de barril de pólvora, a alta dos preços do petróleo (e indiretamente do etanol) pode se sustentar. Etanol que, aliás, deverá ganhar relevância ainda maior na descarbonização do Brasil e em países como Índia e até Estados Unidos (maior produtor de etanol – de milho – do mundo).

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	3,1%	1,9%	14,6%	-8,6%	10,1%	15,8%
IEE	-2,8%	-6,6%	19,9%	4,5%	12,3%	7,6%

Fonte: Trígono

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

Nosso fundo focado em *micro caps* (empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões) teve mais um mês positivo: março terminou com 2,7% de alta, contra 2,2% do SMLL. Na janela de 12 meses, o retorno é de impressionantes 39,2%, contra 24% do referencial (alfa de nada mais, nada menos que 15,2% em um curto período). Desde seu início (set/2021), o excesso de retorno chega a 36,1%, ao valorizar 15,4% no período – contra queda de 20,7% do *benchmark*. Dizem por aí que empresas menores têm maior risco. Dizem também que a Terra é plana.

No mês, o destaque absoluto de desempenho ficou com Agronegócio (1,9%), seguido de Serviços Financeiros (1,1%). Já os detratores foram Químico (-0,4%) e Indústria e Construção, ambos empatados com queda de 0,2%.

Abaixo, a tabela com o histórico de retorno do Horizon:

Fundo	mar-24	2024	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	2,7%	-0,5%	39,2%	32,4%	15,4%
SMLL	2,2%	-4,1%	24,0%	-10,4%	-20,7%

Fonte: Trígono

Chegamos ao final desta pequena jornada introdutória das importantes ações do Brasil no sentido de se tornar protagonista na transição energética, em especial com a contribuição da nossa indústria automotiva, já pioneira na década de 70 através do Proálcool. Muitas coisas ainda estão por vir, e tendo o agronegócio como importante meio de substituição dos combustíveis de origem fóssil, além da contribuição na geração de energia elétrica. Aliás, o Brasil já possui uma das matrizes energéticas mais limpas do planeta e tende a ficar ainda mais limpa, com energia solar, eólica e biomassa. Quem investe conosco participará deste processo através de empresas que se beneficiarão desta transição e terão um papel importante para transformar em realidade todas essas iniciativas.

Muito obrigado, uma vez mais,

Gestor

Werner Roger

Equipe de analistas

Guilherme Cambraia

Pedro Carvalho

Shin Lai

Yuhzô Breyer



TRIGONO
CAPITAL
ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

Condomínio Jatobá Green Building
Rua Surubim, 373, - Cjs 82 e 83 | Cidade Monções
CEP 04571-050 | São Paulo - SP