

Resenha Mensal

**Economia x Investimentos:
como desatar esse Nó Górdio?**



Junho de 2024



Economia x Investimentos: como desatar esse Nó Górdio?

O leitor que já nos honra com sua audiência há algum tempo terá percebido que não é usual que nossa conversa mensal nestas Resenhas comece com temas econômicos. O sinal mais evidente desse nosso jeito de falar de investimentos talvez seja a própria forma como os conduzimos: *bottom-up*, ou seja, avaliação dos fundamentos, resultados e perspectivas das empresas. A perspectiva *top-down* fica, assim, como uma abordagem secundária, mas nem por isso desprezada.

A macroeconomia influencia setores, as próprias empresas e a alocação dos investidores nas diversas alternativas de investimentos. Então, claro, não se pode deixar de falar de economia. Vamos nos deter mais nesse tema mais à frente, nas seções de **Conjuntura Internacional e Nacional**, e na seção Desempenho dos Fundos, lá vamos comentar o desempenho das principais empresas investidas e suas perspectivas, como é de hábito. E, nesta edição, daremos mais ênfase aos resultados do 1T24.

O mais comum, voltando a falar da Resenha, é abrir a conversa fazendo alguma conexão com áreas como música, futebol e curiosidades, literatura, quadrinhos, teatro – não há limites para variar (na verdade, até há, mas eles são bastante confortáveis, e aqui não vamos tratar de assunto agradáveis, mas preocupantes). Buscamos analogias e proximidades que possam ilustrar a nossos leitores e investidores a mensagem que desejamos passar. Fazemos relações com nossos investimentos e nossa estratégia, com isso querendo auxiliá-los nas tomadas de decisões. E, em momentos de incerteza como o atual, isso pode ser, como diz a expressão popular, uma mão na roda.

Me vi, recentemente, mais uma vez lendo sobre Alexandre 3º (356-323 a.C.) ou Alexandre Magno ou, ainda, Alexandre, o Grande, como ficou mais conhecido o rei da Macedônia (Ἀλέξανδρος ὁ Μέγας em grego clássico). Na leitura, me deparei com um fato curioso, talvez seja mesmo uma lenda. Foi dela que veio a inspiração para o título desta Resenha.

Não haveria espaço aqui para uma biografia, sumária que fosse, dessa grande figura histórica. Mas alguns detalhes certamente valem muito a pena mencionar. Alexandre foi, por exemplo, educado por ninguém menos que o filósofo grego Aristóteles. Alexandre se tornou rei aos 20 anos, imediatamente após o assassinato de seu pai, Filipe 2º, o que aconteceu no casamento de sua filha Cleópatra (homônima da futura “rainha” do Egito, 300 anos à frente). Foi morto pelo próprio chefe da sua guarda pessoal, dizem, até, a mando de uma de suas esposas, Olímpia, famosa pela sua beleza e crueldade, mãe de Alexandre, justamente para antecipar o seu reinado.

Alexandre foi, indiscutivelmente, um dos maiores conquistadores da história: em meros 12 anos após sua coroação, ele fez da pequena Macedônia um dos maiores impérios já vistos.



Imagem de Alexandre e seu cavalo Bucéfalo encontrada em Pompéia.

Alexandre jamais perdeu uma única batalha, mesmo em situações em que a vitória teria sido considerada impossível por qualquer estrategista militar. Tática e disciplina, argúcia e coragem ajudam a explicar suas conquistas. Não deixa de ser interessante que esses mesmos atributos sejam esperados hoje em dia (mais de 2 mil anos depois de Alexandre) de gestores de investimentos.

Muitas vezes o macedônio contrariou generais tarimbados, forjados no calor das batalhas, apenas para mostrar, no fim, que ele dominava a arte da conquista. Desafiava o senso comum, o consenso dos seus conselheiros. Como se diria hoje em dia, confiava no próprio taco, leia-se: na sua intuição, na sua capacidade de surpreender os inimigos.

“Werner, como sempre, é um prazer fazermos esse intercâmbio cultural. Mas até o alfabeto grego já se fez presente nesta Resenha. Poderíamos chegar à conexão do título com o momento econômico atual e com os investimentos, por favor?”

É pra já. Em 333 a.C., Alexandre fez sua incursão na Frígia, atual região da Anatólia, na Turquia. Ele havia sido aclamado rei da Macedônia três anos antes, e partia em sua campanha para conquistar a Pérsia (no que hoje seria o Irã, e que à época era o império mais poderoso conhecido). Ficou conhecendo então a lenda do Nó Górdio. Ligada ao nó (sem trocadilho) havia uma profecia: quem o desatasse, se tornaria rei da região hoje conhecida como Ásia Menor (basicamente, a parte asiática da Turquia).

Segundo a lenda, o rei da Frígia, que não possuía descendentes, consultou o Oráculo a respeito do seu sucessor e dele ouviu que o próximo rei chegaria num carro de bois. O “nome” do nó vem do fato de que a lenda tem como palco Gordium, a capital da Frígia, nome dado à cidade em razão do camponês Gordius, que fundou a cidade, tornou-se seu rei e ali atou sua charrete com um nó intricado. As grafias dos nomes são as utilizadas no verbete sobre o tema na versão online da Enciclopédia Britannica (em inglês).



Há muitas versões para a lenda do nó. Vamos aqui (porque gostamos de ir à “fonte zero” de nossas histórias, digamos assim) deixar que o historiador, biógrafo e filósofo grego Plutarco (46 d.C. – 120 d.C.) nos descreva a lenda:

*“... na cidade de Górdio, que se diz ter sido outrora a residência ordinária do rei Míidas (aquele cuja lenda dizia que tudo que tocasse se transformava em ouro – mas essa já é outra história), viu a carruagem da qual tanto se fala (...) contaram uma história segundo a qual os habitantes do país consideravam verdadeira profecia que aquele que pudesse desatar esse laço era predestinado a ser um dia rei de toda a terra. Assim diz o vulgo que **Alexandre, não podendo desfazer esse laço, porque dele não se viam as extremidades em virtude de estarem estas envolvidas por várias voltas e entremeios que se interpenetravam, desembainhou a espada e cortou o nó pela metade, de sorte que se viram então as várias extremidades do laço.**”*

Plutarco conta essa história em “Alexandre e Júlio César: Vidas Comparadas”, encontrável em boas edições e traduções em português. Por melhor que seja contar com uma fonte zero, a versão de Plutarco não faz, no entanto, menção a Gordius. Por curioso que pareça, a Universidade da Pensilvânia (EUA - [acesse aqui](#)) é uma fonte das mais autorizadas de informação (com reconhecimento da Unesco) sobre a Frígia e temas associados.



A imagem de Alexandre cortando o nó que ninguém conseguia desatar passou a simbolizar, como diz a Britannica, soluções ousadas para problemas complicados. A moral (uma moral) dessa história pode ser: ***problemas complexos ou aparentemente sem solução exigem que pessoas tenham diferentes formas de pensar para encontrar uma alternativa para resolvê-los.***

“Fascinante como sempre, Werner, mas...”

Ok, terminamos o prólogo: vamos ao nó górdio do título.

O relatório da Secretaria do Tesouro de 29 de maio mostrou que a Dívida Pública Federal atingiu R\$ 6,7 trilhões em abril de 2024, com aumento de R\$ 184 bilhões no ano (aumento este representado por apropriação de juros de R\$ 235 bilhões e resgates líquidos de emissões de R\$ 51 bilhões). O quadro abaixo ilustra a composição da dívida pública federal por tipo de emissões do Tesouro:



(R\$ Bilhões)

	Dez/23		Mar/24		Abr/24	
DPF	6.520,33	100,00%	6.638,37	100,00%	6.703,95	100,00%
Prefixado	1.729,59	26,53%	1.583,67	23,86%	1.520,59	22,68%
Índice de Preços	1.940,48	29,76%	1.987,90	29,95%	2.013,92	30,04%
Taxa Flutuante	2.586,05	39,66%	2.772,98	41,77%	2.890,38	43,11%
Câmbio	264,20	4,05%	293,82	4,43%	279,06	4,16%

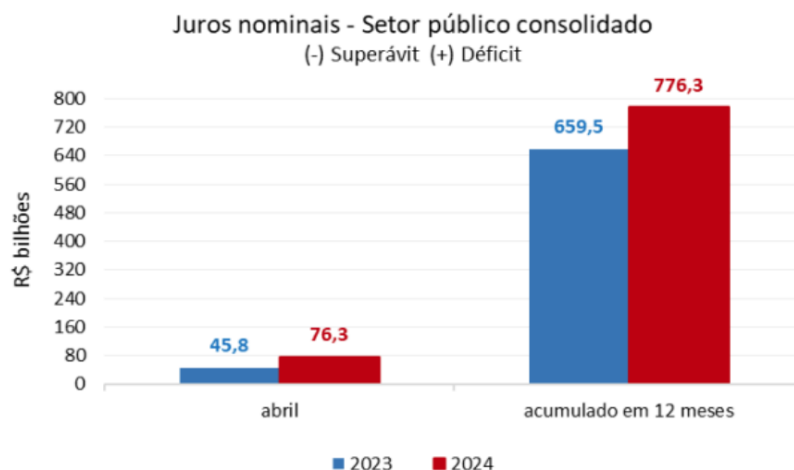
A dívida baseada em taxa flutuante (Selic) ganhou peso neste ano: chegou a 43,1% do total (ante 39,7% em dezembro de 2023), em detrimento da dívida prefixada. A dívida baseada em índices de preços teve aumento moderado de 29,8% do estoque em dez/23 para 30,04% em abril deste ano. Analisada a tendência de longo prazo, verifica-se que a preferência dos investidores é claramente pelas taxas flutuantes, em detrimento das pré-fixadas (que eram 22,7% em abril, contra 26,5% em dezembro). Natural, diante das incertezas quanto aos rumos da inflação.

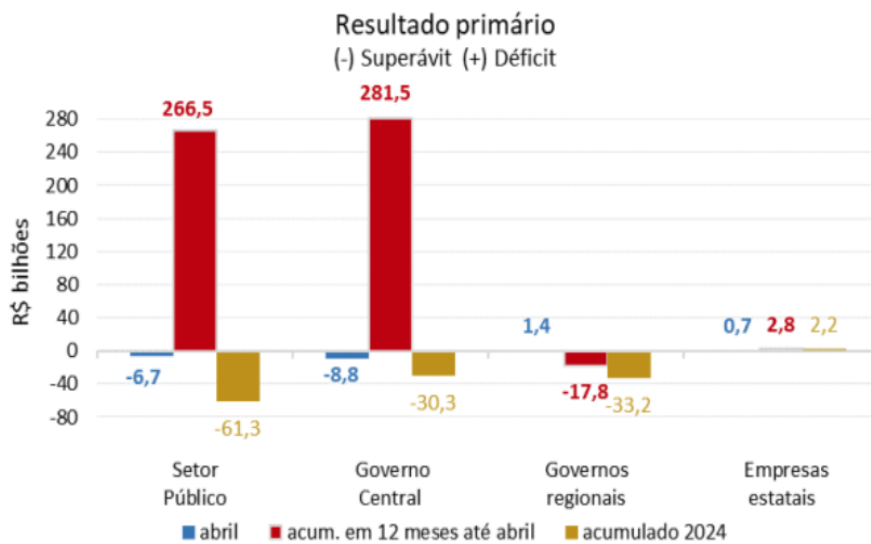
Se considerada a dívida bruta total, incluindo INSS, governos estaduais e municipais, esta atingiu R\$ 8,8 trilhões em abril, equivalente a 76% do PIB. Em maio de 2016, ainda no governo Dilma Roussef, a fatia era de 67,6%. No final do governo Temer (dez/18), já havia evoluído para 75,3%.

Em abril deste ano, o resultado nominal do setor público, incluindo resultado primário e juros, atingiu um déficit de R\$ 1,043 trilhão, equivalente a 9,41% do PIB. As despesas com juros foram as maiores responsáveis, atingindo R\$ 76,3 bilhões em abril e acumulando R\$ 776,3 bilhões em 12 meses (cerca de 7% do PIB). Nos 12 meses até abril de 2023, o total chegava a R\$ 659,5 bilhões (6,33% do PIB). Anualizado o resultado de abril deste ano, teríamos em despesas com juros R\$ 916 bilhões.

O déficit primário de todo o setor público representou cerca de 25,5% de todo o déficit, atingindo R\$ 266,5 bilhões em abril (em 12 meses). O superávit perseguido pelo governo fica, portanto, distante, a equipe econômica quer atingir 0,25% do PIB em 2026, sendo que antes mirava em 1%. Para 2025, mirava em 0,5% e, agora, vê zero. O governo estima chegar ao final de 2026 com uma dívida bruta do setor público em 79,1% do PIB (hoje em 76%). Para atingir essa meta, a arrecadação tem de crescer R\$ 296 bilhões no próximo ano e no seguinte.

Parece um nó górdio? Pois é.





Analisando a trajetória da dívida, o déficit primário, o custo do serviço da dívida, um prazo médio de apenas 4,1 anos do estoque da dívida, fica evidente uma deterioração do risco fiscal, e os agentes financeiros não são cegos.

As NTN-Bs, tão procuradas pelo mercado, começam a ser influenciadas pela percepção do risco fiscal, negociadas com maior prêmio sobre o IPCA. Desta forma, quando marcadas a mercado pelos fundos que investem nestes títulos, acabam causando rendimento negativo. Por exemplo: o índice IMA-B5+ (que representa títulos indexados ao IPCA com vencimento acima de 5 anos) apresentou rendimento negativo de 1,59% em maio e de 2,85% no acumulado do ano até 31 de maio. Fato preocupante porque se trata justamente de uma busca de proteção contra a inflação. De fato, apesar de oferecer proteção contra a inflação e juros, a negociação destes títulos proporcionando juros maiores (prêmio sobre o IPCA) provoca desvalorização e rendimento negativo.

Alguém que tenha comprado um título com rendimento de 5,5% acima da inflação (IPCA) deixa de ter a oportunidade, digamos, de adquirir o mesmo título com rendimento de 7,5% anual (por mera suposição), por um período de 10 ou mais anos. É isso que está acontecendo. E isso desvaloriza o título: antes esse mesmo título que proporcionava um prêmio de 5,5% passou a 7,5%, neste mero exercício para explicar o porquê da desvalorização destes títulos.

Mas o Nó Górdio é mais complexo. O BC enfrentando a inflação é uma alegoria como a do dragão sendo combatido por São Jorge. A lança, no caso, é a Selic. Mas será que a taxa de juros do BC é uma lança tão poderosa como a empunhada pelo santo guerreiro?

E o nosso santo guerreiro diz ainda que está preocupado porque vê que um outro santo guerreiro, ainda mais poderoso, tenta derrotar o seu próprio dragão, com arma mais poderosa, e mal consegue domá-lo, que dirá derrotá-lo. O "outro santo guerreiro", claro, adivinhou quem disse que é o Federal Reserve, carinhosamente Fed, BC dos Estados Unidos. A inflação por lá fechou os últimos 12 meses até abril em 3,6%, quando o Fed mirava 2%.

Isso é muito sério. O santo guerreiro dos Estados Unidos é o mais poderoso do planeta. E a inflação lá está em 3,6%, contra 2% perseguidos.



Mas nosso esforçado São Jorge enfrenta um dragão mais poderoso. De suas assustadoras narinas sai um fogo chamado indexação, que queima a ponta de sua lança. A **indexação** reacende as labaredas do dragão tupiniquim anualmente e mensalmente, com reajustes inflacionários das concessões públicas, como água, energia elétrica, gás encanado e esgoto, que têm custos próprios, impulsionados por salários e energia elétrica entre outros custos. Outras fontes de indexação: telefonia (além da internet e da TV a cabo), pedágios, transporte público, educação particular, seguro saúde e medicamentos, aluguéis residenciais e comerciais, salários de várias classes e incontáveis serviços (condomínios, segurança patrimonial, limpeza, academias, clubes, serviços contratuais, nem haveria espaço aqui para uma lista, mesmo pequena). Tudo isso e muito mais seguem índices alimentados pela inflação passada. Pense num círculo vicioso. E pense grande, pois o círculo é de fato muito grande.

O Plano Real, infelizmente, não matou o dragão. Tirou grande parte de sua força, feriu-o de quase morte. Mas não finalizou, como se diz nos esportes de contato (tipo MMA) e nos videogames.

E outro dragão, ainda mais poderoso (se é que se pode imaginar isso), sobrevoa todo o planeta e atende pelo nome de **commodities**. Pobre São Jorge. Petróleo, gás e seus derivados, minérios e seus metais (aço, cobre, alumínio, só uns poucos), plásticos e químicos, celulose e derivados (papel e embalagens), todos blindados contra a lança da Selic. Isso em um mundo de cerca de 8 bilhões de bocas necessitando de proteínas, carboidratos, leite e derivados, frutas, vegetais, o pão (trigo) nosso de todos os dias.

Contra este último dragão, a lança de nosso santo guerreiro pouco ou nada pode fazer. Precisa ainda contar com a ajuda de outro santo, São Pedro, para mandar chuva na hora certa. Mas São Pedro tem seu próprio dragão a combater, o Clima. Segundo alguns, esse dragão está cada vez mais subordinado a caprichos humanos (leia-se: poluição, degradação ambiental, desmatamento, aquecimento que é resultado dos gases de efeito estufa) que causam problemas como secas, tempestades, furacões, calor e frio raramente vistos.

Outros fatores também oneram, claro, o custo dos alimentos, como fertilizantes, defensivos químicos, diesel, logística. Nem o vestuário escapa, pois depende de algodão e fibras sintéticas, tudo ligado a **commodities**. Haja santos guerreiros e lanças nesse mundo para enfrentar tantos dragões ...



Os próximos dois gráficos representam, respectivamente, a relação entre os índices S&P GSCI (que contém uma cesta de **commodities**) e S&P 500, o mais representativo do principal mercado acionário mundial, a Nyse (a Bolsa de Valores de Nova York); e o índice GSCI nos últimos 20 anos.

Chart: S&P GSCI Total Return Index/S&P 500 Ratio



Fonte: S&P GSCI TR/S&P 500 Ratio --- média

O S&P GSCI Total Return Index/S&P 500 Ratio expressa a relação de preço entre o S&P GSCI Total Return Index e o S&P 500. O gráfico mostra a quantidade de índices S&P 500 necessários para comprar um S&P GSCI Total Return Index desde 1971. Um índice alto indica que as **commodities** medidas pelo S&P GSCI Total Return Index são relativamente caras ou valorizadas em termos do S&P 500 Index, e vice-versa.

O gráfico a seguir ilustra apenas a cesta de **commodities** pelo seu valor nominal.



Fonte: Yahoo Finance

Interpretações interessantes podem ser extraídas desses dois gráficos. O primeiro mostra que as **commodities** nunca estiveram tão descontadas em relação ao valor das 500 principais empresas representativas do mercado acionário americano desde 1971.



O segundo, apresentado em valores nominais, sem correção pela inflação, mostra que as commodities estão atualmente precificadas na média dos últimos 20 anos. Chamam atenção os picos, em 2008, após a crise do subprime, e em 2022, após os efeitos da pandemia que impactou a produção e oferta de commodities. Os dois eventos causaram uma forte queda de juros, que foi o jeito com que os bancos centrais tentaram dar suporte à economia e ao mesmo tempo estimularam investimentos em **commodities** (especialmente pelos *hedge funds*).

O infográfico a seguir, disponibilizado pela Elements, é semelhante ao primeiro (que compara o índice GSCI das **commodities** e o S&P 500). Observam-se efeitos de três choques:

- i) embargo na oferta de petróleo em 1973/74
- ii) pico histórico em set/90, na crise bancária americana
- iii) recessão com a taxa de juros chegando a quase 10% em 1989

Dez anos depois deste último (em jan/99, portanto), o índice saiu do máximo para o mínimo, antes do estouro da bolha "pontocom" (mar/00). Em 2008, ano da crise do subprime, novo pico em junho, pouco antes da eclosão da crise: entre agosto e setembro, foram estatizadas a "Fannie Mae" (*Federal National Mortgage Association*) e a "Freddie Mac" (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*), dois gigantes do mercado de empréstimos pessoais e hipotecas, ambas quebradas. E quebrado também ficou o icônico banco Lehman Brothers.

As bolsas de valores despencaram, o índice S&P 500 bateu em março de 2009 no menor nível desde 1996.

Pouco mais de dez anos depois (out/2020), nova forte queda do índice, chegando a 0,5%, ante 8,2% em jun/08, quando estávamos em plena pandemia. Como todos devem se recordar, a pandemia causou inicialmente uma forte queda na demanda por commodities, enquanto os BCs trouxeram as taxas de juros para baixo para estimular as economias (e as bolsas de valores dispararam).

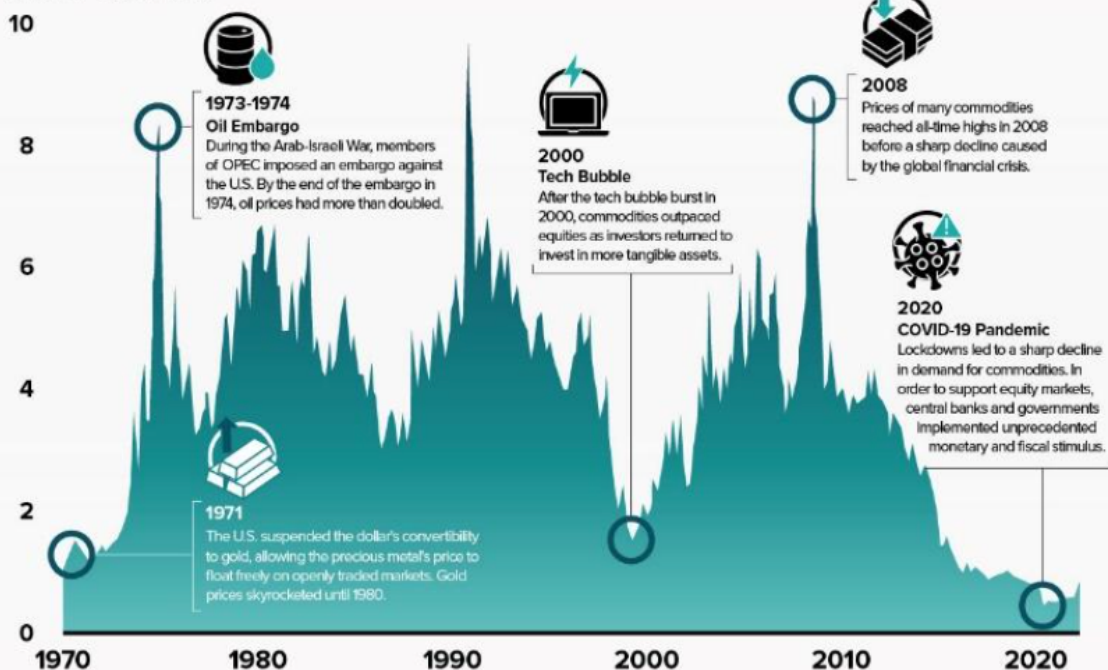


E

COMMODITIES vs EQUITY VALUATIONS

1970–2023

Ratio: GSCI Commodity Index
vs. S&P 500 Index



Source: Incrementum AG, Crescat Capital LLC, Toiv Costa, Bank of England

ELEMENTS

ELEMENTS.VISUALCAPITALIST.COM

Com tudo que foi dito até aqui, é justo dizer que estamos na mesma situação em que estavam os postulantes pré-alexandrinos a rei de Górdium. Sem Alexandre de espada em punho à vista.

Resumindo:

1. A dívida do setor público vem subindo, com juros (R\$ 76,3 bilhões em abril) sendo incorporados à dívida, atingindo 76% do PIB (ante 74,4% em dezembro de 2023).
2. O custo médio de carregamento da dívida está aumentando, mesmo com a Selic em queda. Esse custo passou de 10,51% (média de 12 meses) em dezembro de 2023 para 10,63% em abril de 2024.
3. A percepção de risco fiscal no Brasil tem aumentado, em face da deterioração das contas públicas, com superávit primário ficando cada vez mais distante. A calamidade climática no RS vai pressionar ainda mais o governo federal e a dívida pública.
4. Investidores deverão requerer maiores prêmios na negociação no mercado secundário e rolagem da NTN-B.
5. A desvalorização da moeda brasileira em 8,1% até maio de 2024 poderá trazer novas preocupações ao BC, já de olho na manutenção dos juros pelo Fed.



6. Os preços das *commodities* caminham em direção oposta à das taxas de juros, e poderão ser impactados pelos efeitos climáticos nos preços dos alimentos e pela redução nos investimentos em bens minerais desde a pandemia. Pode haver desequilíbrio na relação oferta x demanda, com tendência de alta e investimentos pelos *hedge funds*, especialmente se houver queda nos juros.
7. A China teve papel importante na redução da inflação global, através das exportações de seus produtos (e trazendo para si o ônus da **carbonização**). Sobretaxação de seus produtos em vários mercados e protecionismos regionais podem pressionar a inflação (e colocar a redução de juros em um longo banho-maria. Ou, talvez, no congelador).

Prezado leitor, são muitas as variáveis e dúvidas a respeito do que vem por aí em termos de inflação (aqui e nos Estados Unidos) e juros, e, no Brasil, de risco fiscal e câmbio também pressionando a inflação. E lembramos que todo aumento de imposto é inflacionário, e quem paga é o consumidor final. Empresas apenas repassam. A reforma tributária elevando o IVA sobre o PIB para além de 25%, talvez 27% ou 28%, também terá como efeito mais pressões inflacionárias.

Eis aí um grande Nó Górdio, que talvez nem a lendária espada de Alexandre conseguiria cortar.

Continuamos com nossa estratégia de manutenção das posições em empresas com forte estrutura de capital, pouco dependentes de quedas de juros no Brasil, com boa parte das receitas em moeda estrangeira. Setorialmente, estão sendo favorecidas por políticas oficiais para estimular a atividade industrial e a descarbonização (programas Combustível do Futuro, Mover e Depreciação Acelerada). Aguardamos ainda a divulgação do Plano Safra 24/25, que deverá favorecer setores e empresas investidas pelos nossos fundos.

Um novo ciclo de alta das *commodities* poderá também favorecer o Brasil e empresas investidas, notadamente aquelas ligadas a energia limpa, descarbonização e agronegócio. Nessa situação, investidores estrangeiros buscam alocar recursos em países que se favoreceriam com um novo ciclo de alta das *commodities*, categoria em que o Brasil se inclui.

Cabe aos investidores encontrar a melhor forma de desatar esse nó górdio (pode chamar de cego) e de alocar seus recursos. Acreditamos que empresas sólidas e com retrospecto positivo ao longo dos anos, com boas perspectivas de resultados, são alternativas interessantes em momentos de incertezas.



Conjuntura Internacional

Em maio, o movimento de recuperação no mercado de ações na China, que vinha encontrando seu caminho desde fevereiro, perdeu fôlego. Dados econômicos recentes mostraram a contínua fraqueza do setor imobiliário. E isso deve continuar a ser observado com atenção. Mas o governo central tem agido de forma cada vez mais enérgica, como na recente orientação para que governos locais comprassem imóveis em construção de incorporadoras em dificuldades financeiras, direcionando-os a programas habitacionais.

E há um esforço cada vez maior na concessão de crédito a empresas do setor com problemas de liquidez. Apesar disso (como explicado em outras Resenhas), a situação já não é a mesma de quando essas empresas estavam em melhores condições. Recolocar o setor de construção nos patamares em que já esteve, de lançamento de imóveis residenciais, será difícil. Mas governos centrais dispõem de ferramentas fortes e farão de tudo para atingir seus objetivos. A China é um exemplo perfeito disso.

No Oriente Médio, fortes pressões locais e internacionais agem para que o governo de Israel assine um acordo de cessar fogo com o Hamas na Faixa de Gaza. Mas uma influente ala política da coligação do governo atual é contrária, e incentiva, inclusive, que se abra uma nova frente da guerra, desta vez ao norte, contra o grupo extremista Hezbollah, que desde o início do conflito em Gaza dispara mísseis e morteiros contra o território israelense.

O preço do petróleo reage a esses vai e vem sobre o acordo de paz. A Opep segue tentando garantir uma faixa mínima no preço do petróleo, perto dos US\$ 70 por barril. De forma geral, quando o preço chega perto dessa faixa, há cortes na produção.

Sobre commodities metálicas, vale destacar o recente desempenho positivo, quebrando a dinâmica negativa dos dois anos anteriores. Para surpresa de muitos, os preços de alumínio, zinco e cobre sobem consideravelmente neste ano, mesmo com o cambaleante setor imobiliário chinês. Resta ver se tem fôlego ou é voo de galinha e como os *hedge funds* irão se posicionar, já que o mercado de "tela" é muito maior que o mercado físico.

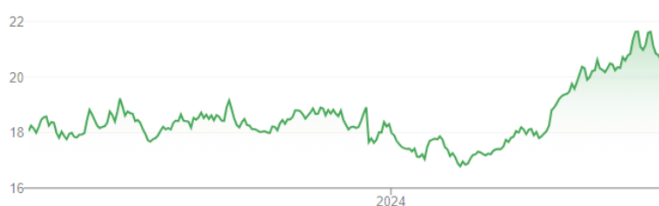
Resumo do mercado > Invesco DB Base Metals Fund

20,65 USD

+2,60 (14,40%) ↑ último ano

6 de jun., 16:00 GMT-4 • Exoneração de responsabilidade

1 D | 5 D | 1 M | 6 M | YTD | 1 A | 5 A | Máx





Sobre a política monetária americana, os membros do Fed majoritariamente afirmam que o combate à inflação está progredindo, embora mais lentamente que o esperado. E isso é o que estaria adiando o corte de juros. Diversos fatores recentes levam a crer que o cenário de cortes de juros ainda neste ano é possível, à luz de um relatório recente que mostrou a inflação consideravelmente abaixo do esperado, tal como os fatores de geração de emprego. São as duas métricas de maior peso na calibragem da política monetária. Mas a cada dia surgem novas informações e dados, e o que é quase uma certeza hoje, amanhã se transforma em algo improvável. Assim é o *top-down*. Empresas mudam muito menos que a macroeconomia com muito previsibilidade, assim é o *bottom-up*.

A queda recente no preço do petróleo é um fator muito relevante para a composição da inflação futura nos Estados Unidos. As peças vão, assim, se alinhando de maneira favorável no tabuleiro da política monetária. O presidente do Fed, Jerome Powell, já afirmou várias vezes que um fator que pode levar ao corte de juros é um arrefecimento acima do previsto no mercado de trabalho. O mercado americano está, no entanto, muito dividido quanto ao início dos cortes, e o cenário acima vem apenas da banda mais otimista, e não está, portanto, na curva precificada atualmente. Uma melhora no juro americano (queda) pode ser um importante gatilho para bolsas emergentes. Especialmente para o Brasil, que vem perdendo fluxo em meio a tanta indefinição e percepção de piora fiscal.

Os índices de ações nos Estados Unidos seguem em alta consistente. Em maio, o S&P 500 subiu 4,8%; a NASDAQ, 6,9%; e o Dow Jones, 2,3%. A grande tese de AI (inteligência artificial) mais uma vez parece atrair todos os olhares, capitaneada pela NVIDIA, que passou a Apple em valor de mercado e chegou à inacreditável marca de USD 3 trilhões. Sozinha, a NVIDIA representou 45% da alta do S&P 500 neste ano. Curiosidade: o **Statista** informa que USD 3 trilhões são mais que os PIBs de França, Rússia, Canadá, Itália, Brasil, Austrália e outros. Índia e Reino Unido ficam pouco acima disso. Valor de mercado é um dado volátil, claro. Mas um número desses impressiona.

México e Índia acabaram de realizar eleições (já iniciado junho), e em ambos os casos houve grande stress no *day after* do mercado, por conta do resultado das votações para o Legislativo. Na África do Sul, o partido no governo desde Nelson Mandela perdeu a maioria do Congresso pela 1ª vez. Parlamentares mais radicais chegaram e, para compor uma coalizão, tudo pode estar sobre a mesa, inclusive uma política mineral nacionalista e tributação nas exportações de minérios, o que seria ótimo para uma das nossas empresas investidas, no caso a Ferbasa, pois aumentaria os preços do minério de cromo (Ferbasa possui reservas para quase 80 anos). E do ferro-cromo, um dos seus principais produtos, sendo a África do Sul o segundo maior produtor mundial e maior exportador. A China, curiosamente, é a maior produtora, consumidora e importadora desta liga (essencial para o aço inoxidável, cujo consumo cresce até 3x mais que o aço carbono), não possuindo reservas de cromo. Ferbasa exporta FeCr para a China (seu maior importador) e chegou a exportador minério de cromo para o país.

O peso mexicano, lembremos, é uma das moedas que mais se valorizaram nos últimos anos por conta do *nearshoring* nos Estados Unidos e grande fluxo de investimentos no país. Mas poderá reverter essa dinâmica do câmbio, caso haja uma deterioração fiscal relevante, o que parece possível, além de ações ainda mais nacionalistas do novo



governo. Mesmo com superávits recordes da balança comercial, a moeda pode entrar em uma dinâmica guiada pelo resultado fiscal, algo como vemos no real brasileiro, que segue perdendo valor, mesmo diante de crescentes superávits na balança comercial. Ou seja, não é a balança comercial determinante no câmbio neste momento, nem as preocupações com reservas cambiais ou balança de pagamentos.

No dia seguinte à eleição mexicana, o peso desvalorizou 4% frente ao dólar. Ainda é muito cedo para se tirar conclusões, mas é bom monitorar, por conta da Tupy, que se beneficiaria de forma importante caso uma desvalorização mais intensa ocorresse, já que 1/3 das suas receitas é gerado no México. Nos últimos 4 anos, o peso mexicano se valorizou 14%, com a inflação em 22%. O setor exportador (onde se encontra a Tupy) e a indústria automobilística (talvez a mais importante do país) foram muito prejudicados.

Conjuntura Nacional

Em maio, o índice Ibovespa recuou 3,04%, acumulando queda de 9,01% no ano. Já o índice Small Caps (SMLL) recuou 3,38%, perdendo 14,52% no ano. O destaque positivo no mês passado foi o setor de alimentos e bebidas, com grande contribuição das empresas de proteínas, devido ao aumento das exportações. Na contramão, veio o setor de óleo e gás, com a queda de 7,7% da Petrobras. Também foi óleo e gás o setor a puxar o SMLL para baixo, enquanto, pelo lado positivo, vieram shoppings centers e também proteínas.

O mês passado foi mais um (o 5º consecutivo, em 5 meses decorridos do ano) na sequência de saída líquida de recursos estrangeiros da B3. O saldo até que foi pequeno, R\$ 1,6 bilhão, elevando o acumulado do ano para R\$ 35,9 bilhões negativos. Além disso, o Ibovespa tem registrado um volume financeiro abaixo de sua média histórica, de janeiro a maio foi o pior desde 2019.

O tema da abertura desta Resenha foi o Nó Górdio e o quanto a complexidade da situação fiscal brasileira se parece com ele. Com uma das maiores taxas de juros reais do mundo, fruto do esforço do Banco Central para tentar baixar a inflação (que é como tentar enxugar gelo, com o contribuinte pagando as toalhas), é preciso encontrar o caminho do equilíbrio. Há que se manter inflação sob controle, pagar juros da dívida e, no mínimo, manter a relação Dívida Pública/PIB sem estrangular a economia real. Como vimos, os esforços do BC não estão bastando.

Quanto aos dados econômicos nacionais, a taxa de desemprego em abril foi de 7,5%, pouco abaixo do consenso (7,7%). Segundo o CAGED, foram criadas 240 mil vagas com carteira assinada naquele mês, mantendo o bom ritmo visto no 1T24. O IPCA-15 de maio (0,44%) também ficou abaixo do esperado (0,47%). Em sua última reunião, o Copom (Comitê de Política Monetária) do Banco Central (8/maio) cortou a taxa Selic em 0,25 p.p., levando-a para 10,5% ao ano. Foi o 7º corte seguido, mas marcou o início de uma desaceleração nos cortes: até ali, as reduções vinham ao ritmo de 0,5 p.p. por reunião.



A próxima reunião do Copom está programada para os dias 18 e 19 deste mês. O consenso de mercado hoje é de que haverá uma pausa, a 1ª desde o início do ciclo de cortes em 2 de agosto do ano passado. Isso pode ser considerado negativo, tendo em vista os efeitos que podem ter em toda a economia, resultando em menor crescimento, queda na confiança de empresários e consumidores e redução nos investimentos, e maior custo da dívida pública, cada vez mais onerosa.

No último mês, a agência de classificação de risco Moody's elevou a perspectiva de crédito do Brasil de "neutra" para "positiva", mantendo o *rating* em "Ba2" (ainda dois degraus abaixo do grau de investimento). Talvez olhando apenas a balança de pagamentos, mas talvez não tenha prestado a devida atenção no Nó Górdio.

A Fenabreve (distribuidores de veículos) publicou seu relatório de emplacamento de veículos referente a maio: apesar de uma queda sequencial dos volumes referentes ao mês de abril, houve considerável melhora nos comparativos anual e acumulado do ano. Nossas investidas nos fundos geridos pela Trígono, no entanto, têm maior exposição ao segmento de veículos pesados (caminhões e máquinas *off-road*), segmento em que o setor de caminhões apresentou alta anual de 7,5% nas vendas, e de 18,7% no acumulado do ano. No entanto, mais importante que as vendas foram os dados de produção divulgados pela ANFAVEA (que representa produtores de veículos) com crescimento de 33,1% sobre maio de 2023 e 29,9% no acumulado do ano. E se olharmos apenas o segmento de pesados, o crescimento foi ainda mais expressivo, 49,5% e 55,1%, justamente o segmento de maior preço e mais ligado a produção e logística de longa distância. E quando olhamos isoladamente a Scania, importante clientes de nossas investidas do setor e de uma concessionária (WLM), o crescimento foi impressionante, 100% sobre maio de 2023 e 84,5% no acumulado do ano.

Isso confirma as boas expectativas que tínhamos para essa recuperação. Acreditamos que o atual bom momento da indústria de pesados continuará, como inclusive já foi indicado pelas investidas em nossas reuniões: elas estão na base da cadeia da produção e recebem indicação de pedidos das montadoras. O segmento de veículos leves e comerciais também tem notícias positivas: os emplacamentos aí tiveram melhora de 10,2% no acumulado do ano, ante o mesmo período de 2023.

Por fim, finalmente veio a aprovação do Programa Mover no Congresso, faltando apenas a aprovação final pelo Presidente da República. Isso é muito positivo para várias investidas da Trígono. Mas, claro, veio junto aquele sabor da tão brasileira jabuticaba: a taxa de 20% das importações até USD 50, no que ficou conhecido como "taxa das blusinhas". Fica o desafio de tentar explicar o que há de comparável entre as especificidades do setor automotivo e os bricabraques fabricados na China. Algumas varejistas aplaudiram, mas o público que se acostumou a comprar nas plataformas online chinesas, que aqui "chegaram chegando", como se diz, não gostou muito. E imposto vai ao preço, e preço vai para a inflação.

Usando um malabarismo que faria dos artistas do Cirque du Soleil meros calouros, o governo criou uma Medida Provisória (1.227/24) que impede a compensação tributária de impostos federais PIS/Confins, prejudicando agronegócio, exportadores e parte do varejo, como a distribuição de combustíveis (que por sinal já anunciou



aumento nos preços). A culpa? O governo diz que é da desoneração da folha de pagamento, tornando claro como nunca o “dá daqui, tira dali”. Acreditamos que a MP não será aprovada no Congresso, passando por um corredor polonês de críticas de toda parte. Bola fora e preta.

Mas, como recordar é viver, o governo Michel Temer fez algo muito parecido. Após reduzir o Reintegra de 3% para 2%, em 2018 o governo o reduziu para 0,1%. O Reintegra tinha por objetivo restituir impostos federais da cadeia de produção de manufaturados e semimanufaturados de determinados setores. Com isso, houve uma importante reoneração dos exportadores e da indústria, sempre a pagar o pato. E qual foi a razão para isso? Aí entra a criatividade dos brasileiros: para agradar caminhoneiros que pararam o país em uma greve nacional, o governo Temer reduziu o diesel em R\$ 0,46 através de subvenções e de zerar a CIDE sobre o combustível. Pois bem: até hoje o Reintegra está no 0,1%, ainda prejudicando os exportadores, que agora recebem ainda mais esta carga tributária.

Mas o buraco é mais embaixo: o governo Temer reonerou a folha de pagamentos, à exceção dos 17 setores que, ao serem mantidos agora pelo Congresso, meio que originaram a nova MP como medida de compensação tributária. Ou seja: os benefícios que se pretende trazer com a reforma tributária para aumentar a competitividade da indústria nacional entram pela porta, mas são atirados pela janela. Os exportadores (notadamente do agronegócio) saem prejudicados. O Brasil tem a duvidosa honra de pertencer ao seletto e diminuto grupo dos países que exportam impostos, deixando a conta para os produtores agrícolas e toda a cadeia de produção, além de outros setores com uma cadeia de produção longa e que geram empregos, como é o caso da indústria, já tão prejudicada pela perda do Reintegra em 2018. E quanto mais longa e gerando mais empregos, mais prejudicada. Pergunta: onde entra nessa história a neointustrialização do Brasil, tão alardeada pelo ministro e vice-presidente Alckmin?

Para finalizar: os aluguéis residenciais subiram 0,21% em abril, acumulando 9,45% de alta em 12 meses. De novo eles, Nó Górdio e dragão da indexação: eis aqui mais um exemplo da inutilidade da Selic para combater preços indexados realimentados pela inflação. Exemplo: o preço do minério de ferro ou do aço dispara; o cidadão médio, que aluga um imóvel para morar, e que bem pode jamais ter visto uma pelota de minério de ferro ou uma chapa de aço na vida, vai sentir a disparada, porque o índice que corrige o contrato de aluguel dele (em IGPM) pega esses dois itens (sabe-se lá o porquê) e descarrega no aluguel. E aí o dragão chinês da inflação entra na vida dele e de todos nós.

Desempenho dos Fundos – Maio de 2024

Iniciaremos esta seção comentando os resultados das principais empresas investidas pelos nossos fundos que publicaram seus resultados do primeiro trimestre. Acreditamos que é uma forma de tranquilizar nossos investidores e mostrar o descolamento do desempenho negativo dos fundos em relação aos resultados, fundamentos e perspectivas das empresas investidas e serão as principais responsáveis pelos desempenhos dos fundos. No entanto, um dos efeitos do Nó Górdio e das teimosas taxas de juros que não caem como esperado é a disfuncionalidade do mercado e como os preços dos ativos ficam distorcidos.



Kepler Weber – KEPL3

Desde o segundo semestre de 2023, a Kepler vinha com uma carteira de pedidos muito robusta, que refletirá diretamente nos resultados deste ano. Os efeitos já foram visíveis no 1T24, com receita e EBITDA avançando ambos em 18%. Esse efeito seria ainda maior, se não fosse a queda dos preços do aço, que apesar de se acomodarem nos custos é repassado ao cliente. Explicando, a Kepler trabalha “casada” com os preços, repassando a variação dos custos aos preços. Por falar em aço, seus preços devem permanecer estáveis ou se elevar após o aumento da taxa sobre o aço chinês, na modalidade de cota. A alíquota vigente, de 10,8%, passará para 25%, mas somente no volume que exceder 30% a média importada da China nos últimos 3 anos.

Devemos continuar enxergando bons volumes de vendas, pois, de acordo com a companhia, a carteira em volume é 30% superior neste 1º semestre em relação ao mesmo período do ano passado. E o ritmo de novas vendas continua bom, mesmo com ventos contrários no agronegócio (clima e preços). No 1T24, foram 18 novas obras contratadas no valor de R\$ 178 milhões, que serão entregues ao longo de 2024 (normalmente de 3 até 6 meses para entrega após a contratação). Aqui, destacamos mais uma vez a agroindústria, que representou 80% dessas vendas e reforça seu posicionamento em clientes contracíclicos, pois, enquanto os baixos preços dos grãos penalizam os produtores, cerealistas e agroindústrias se saem melhor. As 8 principais cooperativas do Brasil (Coamo, Lar, Comigo, Aurora, Coopavel, C.Vale, Frísia e Cocamar) anunciaram investimentos de R\$ 7,4 bilhões somente em 2024 em projetos industriais, mostrando fôlego para investimentos, incluindo armazenagem. Em 2023, muitos cooperados foram frustrados ao buscar armazenagem nas cooperativas e estas com silos abarrotados pela supersafra não puderam recepcionar a produção, obrigando a venda para *tradings* com preços baixos.

Apesar do maior volume de venda, o lucro líquido do trimestre ficou estável, ano contra ano, devido à mudança nas regras de tributação de incentivos fiscais em relação aos investimentos concedidos pelos estados no ICMS. O benefício da fábrica de Campo Grande/MS se mantém, mas o benefício de deduzir da alíquota do IR foi descontinuado desde janeiro, o que impactará em 6,5 pontos percentuais na alíquota efetiva do imposto de renda.

Ainda longe do recorde de 2022, este ano possui condições de “bater” o ano passado mesmo com o aumento da alíquota. O Plano Safra para a safra de 2024/25 ainda está sendo desenhado, mas tudo indica que deverá ter novo recorde de recursos e, possivelmente, melhores taxas de juros (redução), com o setor esperando um aumento de 26% frente ao ano passado na alocação de recursos para o setor. Essa proporção poderia ser até maior no PCA (linha específica para silos e armazéns), dada a urgência dos investimentos em armazenagem e que o governo parece ter entendido a importância. Por falar nisso, o Resilos que visa zerar os impostos federais nos silos nacionais segue tramitando no congresso. Cabe destacar que a tragédia climática no Rio Grande do Sul (não afetou Panambi onde está uma das unidades da Kepler) ocasionou grandes perdas de grãos por má armazenagem (silos *bag*) e a necessidade de importar arroz pelo fato da CONAB não ter estoques emergenciais.



Com o objetivo de ser *one-stop-shop* no pós-colheita, a KW estuda o lançamento de novos produtos e serviços. Na Agrishow deste ano, foi apresentado o KW Biocav, alimentador de cavaco que visa adaptar as fornalhas a lenha para operar com cavaco, para alimentar os secadores de grãos. Essa mudança proporciona melhor controle da temperatura de secagem e reduz a mão de obra nas unidades armazenadoras. Para o segundo semestre, deve ser lançada uma nova máquina de limpeza e estão estudando a entrada de uma operação-piloto de aluguel de silos ainda neste ano. A Procer vem sendo bem aproveitada e já apresentou crescimento de 33% em receitas no último ano (receitas recorrentes dobraram). Pequenas aquisições para complementar o portfólio de pós-colheita não são descartadas.

Com um caixa líquido de R\$ 173 milhões, estamos curiosos para os próximos passos na alocação de capital. Nosso palpite é que dividendos deveriam ser um dos destinos, principalmente após o financiamento de R\$ 150 milhões junto ao IFC, com prazo de pagamento em 7 anos e carência de 24 meses, com taxa de CDI + spread. Com esse volume, o caixa chegaria a R\$ 470 milhões, mais do que suficiente para uma companhia que investe pontualmente R\$ 70 milhões por ano, boa parte com recursos de incentivos fiscais.

Em R\$ milhões

Kepler	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita Líquida	671	1.226	1.815	1.512	1.569
EBITDA ajustado	109	241	568	327	341
EBITDA Margem	16,2%	19,7%	31,3%	21,6%	21,7%
Lucro Líquido	68	160	386	245	246
Margem Líquida	10,1%	13,0%	21,3%	16,2%	15,7%

1T22	1T23	1T24	\ 1T24/22	\ 1T24/23
438	323	380	-13%	18%
148	77	91	-38%	18%
33,8%	24,0%	24,0%		
94	51	52	-44%	2%
21,5%	15,8%	13,7%		

Caixa	289	132	338	355	320
Dívida Total	-79	-57	-167	-195	-146
Caixa (dívida liq.)	210	75	171	160	173
Valor de Mercado	1.000	1.410	1.767	1.850	1.797
EV	790	1.335	1.596	1.690	1.624

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

Metal Leve - LEVEL3

Parece contraditório, mas quando a Metal Leve reporta historicamente seu melhor primeiro trimestre, a ação negocia nos menores múltiplos Preço/Lucro de sua história (múltiplo de 5,6x P/L nos últimos 12 meses). É difícil entender a lógica por trás deste movimento, mas acreditamos que existem alguns fatores: i) *follow-on* que deixou o mercado confuso e na expectativa de uma nova rodada (pouco provável); ii) dúvidas quanto a manutenção dos níveis atuais de resultados e margens; iii) *trade-off* entre pagar dividendos e investir.

Quanto ao primeiro ponto, acreditamos já ser algo superado a forma inadequada como foi realizada pela controladora Mahle, que poderia ter levantado mais recursos via antecipação de dividendos, como acabou fazendo no final, mas depois de ter derrubado a ação de R\$ 50,00 para R\$ 28,00, preço da oferta das ações. A Mahle conhece o real valor da Metal Leve, que apesar de pouco representativa no faturamento total do grupo, é de longe o negócio mais rentável (a galinha dos ovos dourados). Quanto à manutenção dos níveis de resultados, este é um ponto que trimestre após trimestre a Metal Leve tem se provado, com o *aftermarket* (mercado de reposição) ganhando cada vez mais representatividade (43% das receitas totais vs. 34% em 2019). Isso se traduz não só em melhores margens com reflexo direto na última linha, uma vez que



as receitas avançaram 72% nesse período, sendo a linha de negócios mais rentável. E quanto maior a frota de veículos (especialmente comerciais), maior a necessidade de manutenção e reposição de componentes, como os muitos produzidos pela Metal Leve.

É importante mencionar que o aumento de preços das autopeças nos últimos anos não se resume unicamente em repasse de preços, mas principalmente em maior tecnologia embarcada e novos produtos, frutos de uma exigência maior dos novos veículos para atender a quesitos de eficiência no consumo de combustíveis e redução de emissões veiculares. Na medida em que a frota vai se renovando, mesmo que em ritmo lento (saída de um veículo de 25 anos para um novo), as peças para veículos mais novos possuem maior conteúdo tecnológico e valor agregado.

O último ponto que o mercado talvez questione é a capacidade de continuar a pagar bons dividendos (100% do lucro, como historicamente vem realizando). Desde abril de 2022, foram nada menos que R\$ 2,1 bilhões em proventos, praticamente metade do valor de mercado atual. Ok, já passou... Mas queremos saber para frente. A capacidade de geração de caixa é muito robusta e nítida para quem analisa os demonstrativos financeiros com atenção. Bom indicativo para aqueles que possuem dúvidas se o lucro da Metal Leve é realmente sólido mesmo com os efeitos da Argentina. No 1T24 em relação ao final de 2023, a dívida líquida caiu R\$ 68 milhões, para R\$ 399 milhões, mesmo com o capital de giro (Contas a receber + Estoques – Fornecedores) aumentando em R\$ 130 milhões. Observem que “coincidência”, a soma desses dois itens somarem R\$ 198 milhões, praticamente igual ao lucro. O aumento do capital de giro é normal no setor no primeiro trimestre, refletindo a retomada de volume das montadoras e do *aftermarket* ao longo do ano.

Quanto aos investimentos, a Metal Leve investe praticamente a depreciação e mesmo assim consegue lançar novos produtos e inovadores. Um bom exemplo está na linha de filtros, que avançou 18% a receita neste trimestre (praticamente dobrou o lucro) e conta com produtos novos como o *carbon canister* (com carvão ativado), com a finalidade de coletar o vapor gerado no tanque do carro e diminuir impurezas que vão para o motor, representando ganho técnico. Não custa lembrar, o Grupo Mahle possui 12 Centros de Pesquisa e Desenvolvimento espalhados pelo mundo e realiza constantes trocas de conhecimento entre eles, otimizando os investimentos de cada centro de P&D do grupo. A Metal Leve entra com seu centro de Jundiaí focado em Biomobilidade e Filtros, que será referência para a Mahle. Todo projeto do grupo que se referir a biocombustíveis passará pelo centro de P&D em Jundiaí.

Nos últimos 12 meses, o lucro líquido atingiu R\$ 762 milhões. Caso lucro e payout se mantenham em 100%, já proporcionariam um *dividend yield* potencial de 17,8%! Aqui estamos com uma premissa de manutenção dos lucros, mas se anualizarmos o lucro do 1T24, este *yield* potencial já chegaria a 18,7%. Os números “falam por mil palavras”, e isso não considerando a aprovação do Mover e investimentos de mais de R\$ 120 bilhões já anunciados pelas montadoras, que certamente irão beneficiar a Metal Leve.



Em R\$ milhões

Metal Leve	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita líquida	2.403	3.631	4.224	4.338	4.337
EBITDA ajustado	412	726	845	918	946
EBITDA Margem	17,2%	20,0%	20,0%	21,2%	21,8%
Lucro Líquido ajust.	204	496	583	748	762
Margem Líquida	8,5%	13,7%	13,8%	17,2%	17,6%

1T22	1T23	1T24	\ 1T24/22	\ 1T24/23
942	1.022	1.021	0%	8%
167	260	288	11%	73%
17,7%	25,4%	28,2%		
131	186	200	8%	53%
13,9%	18,2%	19,6%		

Dividendos	12	119	539	1.273	1.273
Yield	0,30%	4,42%	13,60%	32,20%	32,20%

Não recorrentes	2020	2021	2022	2023	mar/24
PIS/Cof.		99	0	0	0
Impairm.	-74	-20	0	0	0

Caixa	686	509	505	383	467
Dívida Total	552	-262	-414	-851	-867
Caixa (dívida liq.)	133	246	91	-468	-400
Valor de Mercado	2.691	3.125	3.785	4.444	4.270
EV	2.557	2.879	3.694	4.912	4.670

P/L	13,2	6,3	6,5	5,9	5,6
EV EBITDA	6,2	4,0	4,4	5,4	4,9

Schulz - SHUL4

Exemplo de criação de valor aos acionistas nos últimos anos, a Schulz não desapontou no 1T24. Aqueles que olham o trimestre isoladamente, principalmente a última linha dos demonstrativos de resultados, podem se "assustar" ao deparar com uma queda de 20% frente ao mesmo período do ano passado. Essa redução tem algumas explicações. Uma delas é a base de comparação muito elevada no 1T23, que ainda refletia uma carteira de pedidos muito robusta, fruto da mudança do padrão Euro 5 para o Euro 6. Outra é o menor desempenho da linha agrícola e do mercado externo. Observando o quadro de resultados abaixo, fica evidente o ganho de eficiência conquistado pela Schulz nos últimos 2 anos. A receita do 1T24 para o 1T22 subiu apenas 3%, enquanto o lucro líquido avançou 58%. A venda de um terreno resultando em despesas não recorrentes e efeito na alíquota de imposto de renda (análogo a Kepler Weber) ajudam a entender a queda no lucro líquido sobre o 1T23.

Mas o que realmente reflete esse ganho de eficiência? Primeiro, podemos atribuir ao mix de produtos com cada vez mais tecnologia embarcada, refletindo melhores margens. Segundo ao forte ciclo de investimentos que vimos nos últimos anos, resultando em maior eficiência. Terceiro, a crescente participação de produtos para o *aftermarket*, como na linha de compressores para freios para caminhões. E por último, talvez o principal destaque nesses últimos 2 anos tem sido a estrutura de capital mais eficiente, que reverteu a dívida líquida de R\$ 482 milhões no final de 2021 para um caixa líquido atual de R\$ 174 milhões, revertendo o resultado financeiro líquido de negativo para positivo. É bom lembrar que todo esse caixa foi acumulado mesmo em um período de elevados investimentos e pagamento de proventos.

Os ventos contrários no agronegócio influenciaram diretamente as vendas de máquinas agrícolas. Segundo a ANFAVEA, o mercado de máquinas agrícolas apresentou retração de 44% ano contra ano, com o produtor aguardando ter mais clareza do cenário futuro para voltar a investir. Um grande detrator dentro dessa linha tem sido as colheitadeiras, que caem 41% no quadrimestre. Em seu *release*, a própria Schulz deu um tom positivo para uma recuperação ainda durante o 1S24. O ponto de atenção fica para os efeitos da tragédia no Rio Grande do Sul, ainda incertos e incalculáveis, podendo frear a retomada.



Por outro lado, a perspectiva para o decorrer de 2024 é positiva. A linha amarela (*off-road*) saltou 30,8% em abril e, no acumulado de janeiro a abril, acumulam crescimento de 12,8%. Caminhões, por sua vez, avançam 29% no acumulado do ano até aqui. Se levarmos em consideração apenas os caminhões pesados, linha em que a Schulz possui maior exposição, o avanço é de 56,7% no ano, segundo a ANFAVEA. As 7,5 mil unidades de pesados em abril mais do que dobraram frente ao mesmo período do ano passado.

A receita da linha voltada para o mercado externo, apesar de começar o ano mais lenta, tem perspectiva de crescimento, que deverá refletir no segundo semestre deste ano e em 2025/26 com a entrada de novos projetos em produção e alteração de mix. Enquanto isso, a linha de sistemas de freio segue muito forte, mais uma vez crescendo 2 dígitos altos, 45% frente ao 1T23. Dados os consecutivos crescimentos nesta linha voltada para o *aftermarket*, acreditamos que vem ganhando relevância não só para receita, como em rentabilidade adicional para a empresa.

Com diversas avenidas de crescimento, a Schulz é uma empresa que cresce ano após ano e com consistente geração de valor aos acionistas. Múltiplos de 8,3x Preço/Lucro não refletem o crescimento da Schulz e todas as oportunidades ainda disponíveis, mesmo que não visíveis àqueles que não acompanham a empresa de perto e seus projetos em andamento.

Em R\$ milhões

Schulz	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita líquida	1.060	1.706	2.093	1.926	1.891
EBITDA ajustado	187	292	438	368	342
EBITDA Margem	17,6%	17,1%	20,9%	19,1%	18,1%
Lucro Líquido	142	193	270	278	262
Margem Líquida	13,4%	11,3%	12,9%	14,4%	13,9%

1T22	1T23	1T24	\ 1T24/22	\ 1T24/23
442	491	456	3%	-7%
77	107	81	5%	-24%
17,4%	21,8%	17,8%		
38	76	60	58%	-20%
8,6%	15,5%	13,3%		

Caixa	443	448	653	838	795
Dívida Total	-688	-930	-839	-686	-621
Caixa (dívida liq.)	-245	-482	-186	152	174
Valor de Mercado	1.206	1.519	1.625	2.420	2.178
EV	1.451	2.001	1.811	2.268	2.004

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

Tupy - TUPY3

Os resultados deixam cada vez mais claro que a Tupy está na direção certa. As sinergias começam a dar alguns sinais visíveis nos resultados, mesmo que alguns eventos no curto prazo que fogem do controle da companhia (apreciação do peso mexicano e mercado externo mais lento) impeçam de enxergarmos o verdadeiro potencial. Debruçando nos resultados, fica cada vez mais evidente que quando ocorrer essa retomada da alavancagem operacional, esta poderá ser relevante, levando a Tupy para outro patamar. Nota-se que desde 2019 a receita multiplicou 2,2 vezes enquanto o EBITDA aumentou em 1,8x e o lucro líquido 1,7x, ou seja, uma "piora" de margem principalmente vinda da Teksid e do aumento das despesas financeiras. Mas quem nos acompanha sabe que a planta de Betim (ex-Teksid, atual Tupy-MG) tem condições de se tornar a mais competitiva em custos da Tupy pelas características locais de matéria-prima (gusa e sucata) e mão de obra, que é menos disputada que em Joinville, atualmente a planta mais eficiente e de maior rentabilidade da empresa.



Olhando isoladamente para o trimestre, as receitas reduziram-se em 7% em razão da acomodação das vendas de caminhões nos Estados Unidos e do menor volume das máquinas voltadas para o agronegócio. Poderia até ser pior se não fosse a valorização do real e os esforços em recomposição de preços. O principal destaque talvez seja a margem EBITDA, que passou de 11,2% no 1T23 para 11,9%, mesmo neste cenário de perdas de receita, evidenciando as sinergias. O EBITDA ajustado de R\$ 308 milhões (2% menor) poderia ter sido R\$ 130 milhões maior, isolando-se o efeito da valorização do peso mexicano (já revertendo pós-eleições no México) e menor volume. São efeitos que a Tupy não controla, mas que deverão ser revertidos, como já está acontecendo com o peso mexicano, além da contribuição do real, desvalorizado em mais de 8% neste ano, especialmente no segundo trimestre em curso.

Os preços da Tupy México estão defasados em relação ao câmbio, não só para a Tupy, mas para todas as empresas que lá operam. Nos últimos 4 anos (até março de 2024), o peso mexicano apreciou 14%, e a inflação nesse período foi de 22%, um significativo descasamento. Se adicionássemos esse EBITDA “perdido” de R\$ 130 milhões, teríamos R\$ 430 milhões no 1T24, mesmo com um trimestre que é sazonalmente mais fraco, juntamente com o último trimestre do ano ou R\$ 1,72 bilhão (anualizado), cerca de 50% do valor de mercado a empresa. O efeito câmbio, agora com o peso e real depreciando-se, maior volume de vendas, especialmente em 2025/26 nos Estados Unidos (vide detalhes à frente), repasse de custos, contratos antigos sendo revisados e ajustados aos custos, sinergias das aquisições de Teksid e MWM, e novos negócios da própria MWM, deverão conjuntamente trazer receitas adicionais e maior rentabilidade para a companhia. É importante destacar que, antes das aquisições, a Tupy operava com margem EBITDA de 14% a 15% e até mais, chegando a bater nos 18%. Nada impede esta volta.

Quanto ao volume, as projeções de produção de caminhões na América do Norte têm sido revisadas, principalmente em relação aos fortes investimentos em infraestruturas e projetos comerciais de grande porte, impulsionados por grandes projetos de data center, atividade que demandará geradores ao longo dos próximos anos. O Dodge Index, medida de projetos e obras não residenciais de grande porte (demanda indireta por máquinas e caminhões), avançou 6% em abril e continua em patamares vistos apenas em 2009. Além do mais, o desenho para 2025 já começa a ganhar forma e aparentemente será muito melhor, refletindo a mudança de padronização dos motores nos Estados Unidos em 2027, resultando em um movimento de pré-compra de 2 anos (mesmo efeito do EURO 6 no Brasil em 2022). Por se tratar de um mercado mais maduro, os Estados Unidos não possuem capacidade fabril instalada para realizar toda pré-compra em apenas um ano, como vimos no Brasil em 2022. O incremento de volume deve vir pelo menos 2 anos antes. A Tupy estará preparada (já está) para atender todo esse volume extra sem novos investimentos em capacidade adicional, apenas para atender os novos modelos de motores.

O próximo movimento que deve ajudar bastante na eficiência das plantas e redução de custos é o projeto de flexibilidade dos produtos entre as plantas. A ideia é aproveitar a vocação de cada unidade, concentrando a produção de determinado mix de produtos em cada localidade. As montadoras precisam homologar essa mudança entre as plantas. É positivo para o cliente, pois não fica dependente da produção de apenas uma planta. Joinville ficará focada nas ligas e serviços complexos (usinagem e CGI), Betim nos produtos em ferro cinzento (onde possui acesso mais barato às matérias-primas) e México às oportunidades de agregação de valor e do USMCA,



no qual até 2027 cerca de 70% das peças dos veículos deverão ter conteúdo local (origem dos Estados Unidos, México e Canadá). Betim deverá substituir boa parte da produção mexicana com efeitos relevantes nas margens.

Atualmente, a Tupy opera com uma capacidade bem acima do necessário, algo que está sendo otimizado pela atual gestão e devemos ver essas melhorias. Além do mais, a geração de caixa operacional foi a melhor da história para um primeiro trimestre (R\$ 121 milhões), movimento atípico, dado que sazonalmente este trimestre é período no qual o capital de giro é fortalecido em preparação para o decorrer do ano. A geração de caixa segue sendo “impactada” pelos investimentos em novas iniciativas, produtos e negócios voltados para a descarbonização (na MWM, principalmente), novas tecnologias, pesquisa e desenvolvimento. Para entender o nível de investimento nas novas iniciativas e modernização que ainda não estão refletidas no balanço, a Tupy demandaria investimentos para manutenção e atualização tecnológicas das plantas em R\$ 250 milhões anualmente para se mantê-las como estão, mas os investimentos dos últimos 12 meses atingiram R\$ 590 milhões, ou mais que o dobro da simples manutenção das plantas.

Em R\$ milhões

Tupy	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita líquida	4.258	7.083	10.178	11.368	11.162
EBITDA ajustado	605	878	1.268	1.265	1.258
EBITDA Margem	14,2%	12,4%	12,5%	11,1%	11,3%
Lucro Líquido	-76	203	502	517	484
Margem Líquida	-1,8%	2,9%	4,9%	4,5%	4,3%

1T22	1T23	1T24	\ 1T24/22	\ 1T24/23
2.364	2.804	2.598	10%	-7%
295	315	308	4%	-2%
12,5%	11,2%	11,9%		
74	145	112	51%	-23%
3,1%	5,2%	4,3%		

Tupy	2020	2021	2022	2023	mar/24
Caixa	1.364	1.272	1.510	1.604	1.877
Dívida Total	-2.226	-2.611	-3.520	-3.804	-4.242
Caixa (dívida liq.)	-862	-1.339	-2.010	-2.200	-2.365
Valor de Mercado	3.037	2.934	3.910	4.000	3.261
EV	3.899	4.273	5.920	6.200	5.626

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

Ferbasa - FESA4

Entendemos que o 1T24 tenha sido um ponto de inflexão para o restante do ano, que deverá apresentar graduais melhorias sucessivas a cada trimestre. O principal nome do jogo aqui é custo, mas dólar e preços podem entrar como fatores adicionais na retomada das receitas e dos resultados. O EBITDA trimestral mostra uma forte melhora em relação ao último trimestre de 2023, avançando 123% (R\$ 78 milhões ante R\$ 35 milhões). Apesar do menor lucro líquido, de R\$ 41 milhões comparado a R\$ 55 milhões do 4T23, este foi impactado positivamente por alguns efeitos sazonais não recorrentes como os R\$ 39,2 milhões da variação positiva nos ativos biológicos (no 4T são feitos os ajustes finais anuais nos ativos biológicos) e os R\$ 10,6 milhões de reversão de provisão. Ou seja, excluindo esses efeitos do 4T23, a Ferbasa poderia ter reportado prejuízo no período, o que reforça nossa visão de ponto de inflexão de resultados.



Essa melhora está diretamente ligada aos menores custos, especialmente relacionados a energia, com queda do custo médio de 16% ano contra ano, mas se olharmos a tarifa média está 29% menor. Vale ressaltar que essas reduções podem ser consideradas recorrentes, pois estão diretamente associadas aos novos contratos de energia, principalmente com a CHESF, substituindo contratos antigos (de 2015) com preço da energia bem maior naquele ano e ajustado anualmente pela inflação. Além disso, a Ferbasa está subcontratada em energia, comprando no mercado livre a preços ainda mais baixos, dada a grande oferta de energia na Região Nordeste não encontrar mercado. E poderia ser ainda pior para as geradoras, já que o regime de ventos tem sido atípico, com forte queda na produção dos parques eólicos.

O movimento de normalização dos preços das ferroligas não se resume apenas à energia e aos custos com coque em queda, reflexo dos menores preços no mercado internacional, reduzindo os custos do FeCr (ferro-cromo). No FeSi75% (ferrosilício), a retomada dos fornos de biorredutores (carvão vegetal) ajuda a minimizar os impactos, no auge de 2023 chegaram a 14 fornos parados e atualmente apenas 6 fornos estão parados para manutenção. Desde o 3T23, os custos de produção das ligas de silício reduziram-se aproximadamente 13%.

Quanto ao movimento de recomposição das reservas das minas de cromo, responsável por boa parte dos aumentos nos custos de mineração, já alcançou 70% do objetivo final. Não é um aumento linear, mas algo que deverá ser normalizado neste ano, aliviando ainda mais os custos. Outro ponto que impactou este trimestre foi a BW Guirapá (parque eólico 100% da Ferbasa com 80 MW de capacidade), que teve R\$ 11,2 milhões de prejuízo, revertendo o lucro de R\$ 11 milhões no 4T23 e nulo no mesmo período do ano passado. O regime dos ventos comentado anteriormente causou uma redução na geração de energia de 13,2 MW abaixo do contratado, levando a essa perda. Somente esse efeito reduziu o lucro da Ferbasa em mais de R\$ 22 milhões no 1T24 ante o 4T23, além dos demais efeitos já comentados.

O volume de vendas de 63,1 mil toneladas foi o menor desde o 1T22 e representou redução de 4,5% frente ao 1T23. Enquanto isso, a produção caiu apenas 1,1%, indicando estoques adicionais, talvez mirando melhores preços à frente, além do fato de um câmbio mais favorável. Acompanhando os dados de exportação da COMEX, os preços do FeCr praticados na Bahia (Ferbasa), que estavam de lado desde então, foram os melhores desde agosto de 2023, enquanto os preços do FeSi75% foram os melhores desde novembro, com exceção de janeiro, quando o volume exportado foi menor e os preços do FeSi75% HP distorceram a comparação, dado o prêmio sobre o produto standard. Mas não para por aí. O dólar médio no 1T24 foi de R\$ 4,94 contra R\$ 5,19 no 1T23 e de R\$ 4,96 no 4T23, não refletindo a recente desvalorização do real, que encerrou o mês de maio em R\$ 5,24!

Olhando para frente, enxergamos um efeito quádruplo para Ferbasa: melhor volume, câmbio mais favorável, preços reagindo e menores custos. Mas destacamos que, desses 4 fatores, a Ferbasa tem controle apenas em volume e custos, sendo que o último deve continuar a ser o principal vetor a ser observado. Esperamos uma melhora gradual para os próximos trimestres e não custa lembrar do efeito poderoso que a alavancagem operacional possui em empresas como a Ferbasa, destacando que apenas o final do horário de ponta (desde agosto de 2023) poderá aumentar a



produção entre 5% e 8%, o que equivale a mais um forno de fundição sem qualquer investimento, mas que poderia custar muitos milhões.

Nota-se que uma pequena melhora nos custos já resultou em um EBITDA 120% maior em relação ao último trimestre, não capturando efeito câmbio e preços em andamento. Acreditamos que o FeSi75% será o grande motor de resultados, já que a energia elétrica e biorredutores são os principais custos e estão em queda significativa, e os preços com maior ganho, notadamente na Europa e nos Estados Unidos (a Rússia era um dos principais exportadores). Estados Unidos já são o principal mercado do FeSi75% *standard* da Ferbasa e onde o preço está mais se fortalecendo após o governo norte-americano iniciar investigação de *dumping* para todos os países e empresas que exportam para os Estados Unidos (Brasil e Ferbasa, inclusive). Mas esse fato é bastante positivo para a Ferbasa, pois não pratica *dumping*, e os Estados Unidos são grandes importadores de FeSi75%. Sobretaxa para países que de fato praticaram *dumping* significa a substituição por outros que não o fizeram, com a Ferbasa. Na realidade, o que as empresas estadunidenses buscam é aumento de preços, que de fato já está ocorrendo e que trouxe a Ferbasa para este importante mercado.

Mesmo com investimentos importantes planejados, como a instalação de 2 fornos fechados de FeCr e a compra de terras para a plantações de eucalipto e produção de biorredutores em conjunto com a Aperam, o caixa líquido se encontra em R\$ 781 milhões, mais do que suficiente para fazer frente aos investimentos, além da contribuição do EBITDA, e uma melhora dos resultados pode mantê-lo em níveis ainda mais elevados. E ainda há a possibilidade de obtenção de financiamentos (BNB e BNDES, ou associados a exportações), preservando o caixa.

Em R\$ milhões

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita líquida	1.539	2.296	3.042	2.318	2.121
EBITDA ajustado	357	877	1.217	386	292
EBITDA Margem	23,2%	38,2%	40,0%	16,7%	13,7%
Lucro Líquido	70	643	1.063	383	293
Margem Líquida	4,5%	28,0%	34,9%	16,5%	13,8%

CAPEX	53	127	260	329	366
Dividendos	76	117	400	226	226

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
ton vendida	268	272	270	274	264
R\$/ton	5.357	7.595	11.097	8.237	7.809
US\$/ton	1.048	1.534	2.142	1.641	1.579

Não recorrentes	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
PIS/Cof.	0	31	0	0	0
Hedge	-185	-95	0	0	0

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	mar/24
Caixa	289	678	1.114	894	881
Dívida Total + hedge	-364	-172	-104	-61	-61
Caixa (dívida liq.)	-75	506	1.010	833	820
Valor de Mercado	1.626	4.154	4.646	3.002	2.723
EV	1.701	3.648	3.636	2.169	1.903
BW GUIRAPA	531	521	519	539	527
EV ajustado sem BW	1.170	3.128	3.117	1.630	1.376

P/L	23,2	6,5	4,4	7,8	9,3
EV/EBITDA ajustado BW	3,3	3,6	2,6	4,2	4,7
EV/EBITDA ex BW	4,8	4,2	3,0	5,6	6,5

1T23	4T23	1T24	1T24/1T23	1T24/4T23
691	515	494	-29%	-4%
172	35	78	-55%	123%
24,9%	6,7%	15,7%		
132	55	41	-69%	-25%
19,0%	10,7%	8,3%		

1T23	4T23	1T24	1T24/1T23	1T24/4T23
74	66	63	-14%	-4%
9.214	7.585	7.632	-17%	1%
1.775	1.529	1.545	-13%	1%



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

O mercado segue disfuncional, navegando em meio ao fluxo das notícias macroeconômicas. Maio, de que esperávamos um alento com a divulgação dos resultados das companhias, seguiu o que vimos nos meses anteriores, quando falamos de ações small caps. O curto-prazismo impera, à revelia dos fundamentos das investidas – que, como vimos na primeira parte desta seção, vêm entregando resultados dentro do esperado e mostram claros sinais de melhoras (caso de Ferbasa, Tupy e Kepler Weber).

O Delphos fechou maio em queda de 3,5%, mais um mês negativo. Indústria (-1,5%) e Mineração e Metalurgia (-0,6%) foram os setores que mais puxaram para baixo. No ano, o fundo acumula queda de 12,9%. O IDIV, enquanto isso, caiu 1% no mês e perde 5,3% no ano – e nele se mantêm mais sólidos os setores de Alimentos e Bebidas (+0,7%) e Concessão e Energia (+0,5%). Serviços Financeiros, no entanto, puxaram para baixo (-0,7%).

Sim, o desempenho foi decepcionante. Mas só até que se olhe para os fundamentos e os múltiplos das companhias. Nenhuma das investidas do Delphos está ali por acaso ou por engano: todas têm potencial interessante no pagamento de proventos. Basta olhar para Kepler Weber, com seu caixa robusto, e para Metal Leve, com *yield* potencial que pode atingir e superar 18%.

Apesar das janelas de curto prazo desfavoráveis, abaixo segue o desempenho do Delphos desde seu

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
DELPHOS	-3,5%	-12,9%	-1,7%	1,1%	18,5%	146,0%	189,6%	191,5%
IDIV	-1,0%	-5,3%	19,6%	18,5%	21,4%	67,4%	58,1%	93,7%

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60

(CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O ano não tem sido fácil para a classe de small caps, e maio não foi diferente. O mercado tem se lixado (se nos dão licença e escusam a expressão) para a qualidade das *small caps*, apenas atrás de liquidez ou do (suposto) conforto da renda fixa (não tão fixa como muitos acreditam). No mês passado, o Flagship 60 empatou com o índice SMLL, ambos caindo 3,4%. No acumulado do ano, o Flagship tem vantagem, mas mínima: cai 14,2% (contra -14,5% do *benchmark*).

Desde seu início (abril/2018), a estratégia do fundo rendeu 207%, contra ínfimos 14,8% do SMLL. É importante que não se perca isso de vista: no longo prazo, os que seguirem firmes em princípios e estratégia serão recompensados. Já ocorreu no passado, diversas vezes, a exemplo do período 2013/2016, no auge do 2º mandato da presidente Dilma Rouseff.



Indústria (-1,7%) e Concessão de Energia (-0,9%) foram os “vilões” do mês. Para cima, bravamente, só o setor Químico, com um ínfimo 0,1%. A estratégia do Flagship sempre foi: concentração nas empresas em que temos grande convicção. O atual momento não é diferente e não há razão nem vontade de mudar isso. São 7 empresas que, juntas, representam 86% do portfólio do fundo. Como dissemos mais acima sobre risco fiscal, acreditamos que essas investidas têm grande independência quanto a isso e estão protegidas por uma grossa camada de receitas em dólar e com baixíssima alavancagem (4 das 7 são caixa líquido).

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-3,3%	-14,2%	-7,3%	-7,2%	-1,9%	97,5%	143,3%	214,4%
SMLL	-3,4%	-14,5%	-4,4%	-11,4%	-35,2%	2,2%	0,5%	14,8%

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-3,4%	-14,2%	-7,4%	-7,6%	-2,2%	98,1%	137,6%	207,0%
SMLL	-3,4%	-14,5%	-4,4%	-11,4%	-35,2%	2,2%	0,5%	14,8%

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

O Verbier é um fundo de ações livre, com estratégia agnóstica de índice ou tamanho das empresas. Navega entre micro, *small e large caps*, de olho apenas na oportunidade. O ano tem sido desafiador também para o Verbier. Em maio, isso também ficou claro: houve queda de 4,9%, contra 3% do IBOV.

Papel e Celulose (-1,7%) e Indústria (-1,5%) foram os principais detratores – em particular, a Suzano, que perdeu nada menos que 25%, em razão do interesse pela aquisição da International Paper. Pode parecer sem sentido uma aquisição no mesmo valor de sua atual capitalização, mas a Suzano tem excelente histórico de sucesso na alocação de capital. A nós, mais pareceu que o mercado exagerou na reação: o movimento sequer foi oficializado, nem se chegou a formular as condições de uma tal compra. Talvez apenas parte dos ativos, como, por exemplo, aqueles no Brasil.

No ano, o Verbier recua 15,3% contra 9% do IBOV, evidenciando as dificuldades da bolsa brasileira para as mais variadas classes de ativos. Desde seu início como fundo (julho/2018), o Verbier se valorizou 178,1%, mais de 3 vezes os 56,3% do referencial (alfa de nada menos que 121,9%).

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
VERBIER	-4,9%	-15,3%	-6,1%	-5,9%	2,5%	109,7%	122,9%	178,1%
IBOVESPA	-3,0%	-9,0%	12,7%	9,7%	-3,3%	39,7%	25,8%	56,3%



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

Em maio, o Trígono 70 Prev caiu 1,3%, enquanto o CDI subiu 0,8%. Aqui, também, a Indústria deixou uma marca negativa (-1,2%), seguida do Agronegócio (-2,4%). Mineração e Metalurgia deram um (leve) alento (0,3%).

O fundo tem um claro viés de longo prazo: os 70% voltados à renda variável se alocam em 9 empresas que têm todas as características e requisitos para compor uma carteira previdenciária, um mix de geração de caixa, criação de valor, crescimento e dividendos.

Desde sua abertura (2/set/2019), o 70 Prev entregou 80,5% de valorização, e parte disso já dentro do momento atual, o "olho do furacão"; o CDI, que desde 2022 voa no proverbial céu de brigadeiro, entregou 44,7% (o alfa é de 35,8%).

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	-1,3%	-8,9%	-2,7%	4,8%	16,8%	80,7%	80,5%
CDI	0,8%	4,4%	12,0%	27,1%	37,2%	40,2%	44,7%

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

Nosso outro fundo previdenciário, que difere do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável e ter outros limites regulatórios, teve um maio também desafiador: registrou queda de 3,4%. O IBOV caiu menos (-3%), mas pouco menos. Vários setores pesaram, mas os destaques foram Indústria (-1,2%) e Agronegócio (-0,7%), mas também puxaram para baixo Logística e Consumo (cada um com -0,6%). Mineração e Metalurgia foi a exceção: o setor subiu 0,20%, impulsionado basicamente por Aura Minerals, que vive um momento muito positivo de busca por dobrar sua produção, preços do ouro elevados e câmbio favorecendo.

No ano, o Icatu 100 recua 14,9% contra 9% do IBOV (são 5,9 pontos percentuais de defasagem). Esse desempenho em nada reflete o desempenho econômico-financeiro das investidas. Desde seu início (julho/2020), o fundo já entregou 73,7% de ganho contra 21,6% do IBOV (excedente de 52,1% de retorno).

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100	-3,4%	-14,9%	-7,6%	-4,7%	-0,2%	73,7%
IBOVESPA	-3,0%	-9,0%	12,7%	9,7%	-3,3%	21,6%



Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIA

(CNPJ: 49.459.345/001-05)

O Icatu 70 Previdenciário tem estrutura similar à do 70 Prev – mas com uma carteira mais parecida com a do Icatu 100, por sua diversificação. O produto atende a pedidos de parceiros que buscavam fundos de previdência da Trígono, mas sem se expor 100% à renda variável. Oferecemos, assim, 3 produtos previdenciários: atendemos, assim, todos os públicos.

Como seu “mano” Icatu 100, o Icatu 70 perdeu 3,5% no mês, pouco mais que o Ibovespa. Papel e Celulose foi o destaque negativo (-1,1%), também afetado pela Suzano (comentamos mais acima). Indústria (-0,8%) e Logística (-0,7%) também pesaram.

O Icatu 70 completou um ano em 18 de maio e, até o momento, está atrás do *benchmark* IBOV (2,4% de alta, contra 10,9% no período). Um ano não basta para as teses maturarem e mostrarem seu real potencial de valorização.

Fundo	mai-24	2024	12M	INÍCIO
ICATU 70	-3,5%	-8,5%	3,0%	2,4%
IBOVESPA	-3,0%	-9,0%	12,7%	10,9%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA

(CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O ano de recuperação do Power e a boa sequência que vinha trilhando nos últimos meses, retomando o alfa do *benchmark* – o IEE – foram interrompidos em maio. O fundo caiu 3,8%, enquanto o IEE subiu 2,4%. No ano, no entanto, a vantagem ainda é do Power, que cai 4,7% – contra queda de 8,1% do referencial (alfa de 3,4%). Nos últimos 12 meses, o fundo sobe 8,7% e desde seu início (5/fev/2021) acumula alta de 8,4%, com leve alfa nas duas janelas.

Só Mineração e Metalurgia entregou valorização (0,9%). Para baixo, os destaques foram Concessão e Energia (-1,9%), Óleo e Gás (-1,6%) e Agronegócio (-1,1%).

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	-3,8%	-4,7%	8,7%	-18,3%	-12,8%	8,4%
IEE	2,4%	-8,1%	5,0%	5,4%	4,4%	6,0%



Trígono Horizon Microcap FIC FIA

(CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Nosso fundo de melhor desempenho nos últimos 12 meses e um dos melhores geradores de alfa nos últimos 2 anos também não conseguiu escapar do maio devastador: o Horizon perdeu 6,3% contra 3,4% do SMLL. Construção (-1,7%), Consumo e Logística (ambos com -1,3%) e Agronegócio (-0,9%) praticamente ditaram o ritmo do mês. Não houve contribuição positiva.

Com foco 100% em *microcaps* (empresas com menos de R\$ 3 bilhões de valor de mercado), o Horizon recua 11,1% no ano; o SMLL cai mais (-14,5%). Nos 12 meses até maio, o fundo entrega 14,1% de retorno – enquanto o *benchmark* cai 4,4% do referencial. Desde seu início (set/2021), o retorno é de “apenas” 3,1% – mas, vejam só, o SMLL caiu nada menos que 29,3% no mesmo período! São 32,4% de alfa acumulados nesses pouco menos de 3 anos.

Fundo	mai-24	2024	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	-6,3%	-11,1%	14,1%	20,5%	3,1%
SMLL	-3,4%	-14,5%	-4,4%	-11,4%	-29,3%

Tema desta resenha, o Nó Górdio é um triste símbolo para representar os difíceis rumos da nossa economia, e da de outros países também. As bolsas de valores vêm sofrendo com a aversão ao risco por parte dos investidores (daqui e de fora). No entanto, muitas empresas vão indo muito bem, as nossas principais investidas em especial, pouco expostas aos juros elevados e beneficiadas pela recente depreciação do real. Sempre afirmamos que o dólar é o hedge de todos os hedges, aqui e no exterior, e, uma vez que nossas empresas têm parte importante de suas receitas em moeda estrangeira, o atual comportamento do câmbio as beneficia.

Seguimos firmes e confiantes nas principais teses de investimento e agradecemos aos que acreditam em nossa gestão. Nós acreditamos que estes serão recompensados pela paciência e por seguirem juntos com a Trígono.



Equipe Trígono



Werner Roger
Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital



Guilherme Cambraia
Analista Trígono



Pedro Carvalho
Analista Trígono



Shin Lai
Analista Trígono



Yuhzô Breyer
Analista Trígono



TRÍGONO

Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Chácara Santo Antônio, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com