



**TRIGONO**

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

**SETEMBRO 2022**

# RESENHA MENSAL

Quem planta, colhe.

Quem colhe e guarda, vende bem.

## Quem planta, colhe. Quem colhe e guarda, vende bem.

Prezados leitores,

Nesta resenha, vamos prestar contas dos resultados das principais empresas investidas no primeiro semestre. Para isso, vou empregar um recurso que aqueles que nos acompanham mês a mês já conhecem bem: uma analogia. Um tema bastante comum para as analogias que faço é a agricultura – área que escolhi para minha formação acadêmica (sou engenheiro agrônomo). Sendo familiar para mim, fico à vontade para a linha que aproxima nossos processos de investimentos e a atividade agrícola. E há mesmo uma grata coincidência com o nome da nossa empresa. À analogia, então.

O nome Trígono Capital foi inspirado na trigonometria (a área da matemática dedicada ao estudo das relações entre lados e vértices de um triângulo). E um certo tanto no alinhamento dos astros (mas deixemos este pano específico para outra manga). O triângulo equilátero (três lados iguais, ângulos de 60 graus), na nossa interpretação, representa a perfeita harmonia ou equilíbrio entre os fatores envolvidos em nosso processo de investimento: valor, dividendos e ESG. **Investidores** confiam a nós seu capital para investirmos – e fazemos isso alocando esses recursos em **empresas**; e a ferramenta com que fazemos isso é a **Trígono Capital**. Esta, por sua vez, é movida por aquilo que temos de mais valioso e estratégico: nossa equipe, nossas pessoas, que trazem um capital intelectual que vai **além do óbvio**.

Mas retomando – e agora, com uma proposta um tanto lúdica. Os leitores certamente sabem o que é uma anagrama – uma reorganização das letras de uma palavra de modo a formar outra, diferente. Um anagrama possível de **Trígono Capital** é “**trigo no capital**”. Essa releitura espirituosa do nome da empresa nos remete a uma associação de ideias e coincidências. A primeira foi o nome dos dois endereços da Trígono: o Capital Building, entre 2017 e 2018; e o Capital Corporate, de 2018 até hoje. Já sobre o trigo, algumas breves curiosidades: é o grão mais cultivado do mundo. Passando a ser cultivado na região da Mesopotâmia na Antiguidade, é talvez a mais importante base de alimentação para o ser humano. Por volta de 4 mil a.C. os egípcios passaram a fazer pães com o trigo – além da cerveja, é muito importante lembrar dela. Na Bíblia, trigo simboliza prosperidade, abundância, fertilidade e riqueza – e não por acaso, também é símbolo de sucesso no trabalho, conquistas na vida. Representa também autoridade, governo.

Agora, voltando a prosa para os investimentos. Sendo eu engenheiro agrônomo, vejo uma ligação entre minha formação (em 1981, há 41 anos) e o conhecimento que amalhei nessa área com investimentos que sempre mantive em empresas relacionadas direta e indiretamente ao setor. Setor esse que, diga-se, gera mais de US\$ 100 bilhões de saldo positivo líquido em nossa balança comercial. É o motor econômico do Brasil: esses recursos ficam no país e geram efeitos em toda a economia. Um único grão de milho, por exemplo, produz de 500 a 800 outros por espiga. Um pé de milho pode gerar em média duas espigas. Assim é o poder multiplicador do agronegócio, como da soja, da cana-de-açúcar que multiplica toletes cana em muitos pés de cana que perfilham (propagação vegetativa das gramíneas), e do próprio trigo (um cereal pertencente à família das gramíneas, assim como o milho).

Agricultura e investimentos, do modo como eu vejo, não só não são assim tão distantes, como, aliás, são muito, muito próximos. O agricultor que vai plantar, prepara antes o solo. Esse processo envolve etapas,

como limpeza, sistematização, construção de curvas de nível (quando é o caso) e adubação. Nos investimentos, preparar o solo é pesquisar e analisar empresas candidatas. Quanto maior for a dedicação na fase de preparação, maior a probabilidade de sucesso – na agricultura e nos investimentos.

A fase seguinte é a da sementeira: o agricultor vai avaliar quais sementes são as melhores (e saber também não levar o joio pensando tratar-se do trigo, pois o joio plantado, será colhido); a melhor época para plantá-las; quais cultivares ou variedades são os que mais se adaptam à região e ao clima. Aliás, o agricultor prudente evita a monocultura, para não correr riscos. Ideal é plantar diferentes culturas, variando entre as de ciclo curto (soja, milho, trigo, arroz, algodão, cana-de-açúcar etc.) e perenes (café, laranja, castanhas, seringueira etc.).

Nos investimentos, as sementes são as empresas selecionadas, e evitando o joio, o gestor deve evitar empresas que não trarão bons resultados, embora pareçam promissoras à primeira vista. Como gestores e empreendedores, também diversificamos, atendendo às diferentes necessidades de nossos investidores. Ao longo do ano, as empresas também apresentam resultados diferentes: fatores como sazonalidade, oferta de recursos setoriais, maturação de investimentos e distribuição de dividendos influenciam escolhas e decisões.

Agricultor e gestor, tendo feito o plantio ou comprado as ações, devem agora zelar e cuidar. O primeiro, por meio de tratamentos culturais, como adubações complementares, combate a pragas, ervas daninhas e doenças (fúngicas, viroses etc.), até com irrigação, quando possível. Na pecuária, se diz, *é o olho do dono que engorda o boi* – máxima que serve para toda atividade agropecuária (e, no limite, para todo negócio). Mesmo delegando, o *dono* deve verificar o que está acontecendo.

Já nos investimentos, a equipe de analistas e gestores visita as empresas, conversa com executivos, conselheiros e acionistas, reavalia e atualiza modelos, analisa os setores e fica de olho no que se passa no Brasil e no mundo. Fatores que podem influenciar mercados, preços, custos e que tenham relevância de forma geral para o rumo dos negócios de cada empresa podem vir, literalmente, de qualquer parte. Em tempos de vida digital, mais ainda. Sempre comentamos, que na Trígono agimos como se fôssemos os donos das empresas investidas, agindo como o *olho do dono do boi*.

Encerrado o ciclo de cultivo, vem a colheita. Se tudo correr bem, será farta e sem joios (parábola de separar o joio do trigo que significa apartar o bem e mal, entre outros significados e teor parecido). Mas muito do que pode afetar a colheita não é exatamente controlável. Clima e preços, por exemplo, para citar só dois. Com ações se dá o mesmo. O mercado acionário global e local nem sempre segue rumos que sejam favoráveis, à revelia de qual seja a situação das empresas.

E aqui chegamos num ponto realmente interessante: os preços das ações não necessariamente refletirá imediatamente os fundamentos das empresas – que podem ser satisfatórios e até mesmo superar as expectativas. Vários fatores podem protelar o ajuste pelo mercado do real valor de uma empresa, mas mais cedo ou mais tarde esta será precificada. Também o contrário, empresas super precificadas sem fundamentos que justifiquem, também sofrerão ajustes para baixo. Exemplos não faltam e não cabe aqui enumerá-los.

O gestor que realmente cuida de sua “plantação” entende que seu julgamento das empresas investidas não flutua (não deve) como faz o volátil humor do mercado, com seus comportamentos atípicos ou

inesperados. Algo do que se vê refletido nos preços das ações vem de julgamentos quase sempre imprecisos, nos quais a emoção\* supera o discernimento técnico. Além disso, quem decide comprar e vender, como sempre digo, na maior parte das vezes não é o gestor, mas sim os investidores dos fundos, ao aplicarem ou resgatarem seus recursos. Nos momentos de resgates, vendemos as ações que então estejam mais bem precificadas; no caso de novos investimentos, alocamos novos recursos ou dividendos recebidos nas ações mais descontadas ou momentaneamente atraentes, ou novas.

Para o agricultor, em situação de preços ruins ou clima desfavorável, ainda assim há proteção – através de seguros, *hedge* de preços (quando já o remunerava de forma adequada) ou armazenamento (em silos próprios, quando podem, ou de terceiros). Não é possível atrasar uma colheita (exceto em certas culturas, como a da cana-de-açúcar). O investidor deveria agir da mesma forma: não resgatar ou vender em face de preços estarem baixos apenas porque o mercado está fazendo isso. Tentar adivinhar quando virá uma alta de preços – ou pior: apostar que se saberá antecipar quando essa alta virá é, na prática, contratar o erro. Na forma mais clara, eis aí o famoso *market timing*, um dos mais danosos movimentos de investidores e gestores de recursos.

Nós, “agricultores” da Trígono, preferimos culturas perenes: os resultados no longo prazo são cada vez melhores. As empresas produzirão mais e os custos iniciais mais elevados acabam amortizados. Nas empresas, já tivemos ocasião de dizer isso, são os dividendos que cumprem esse papel. Um preço não estar bom não é sinônimo de obrigação de vender – exceto, óbvio, quando o investidor assim o deseja. Nós apenas cumprimos as ordens dos “donos do dinheiro”.

Mas os dividendos oferecem muitas opções. Ou encontramos outra oportunidade: um agricultor pode trocar soja por algodão, laranja por café, cana-de-açúcar ou mesmo por reflorestar (como no caso de eucaliptos, teca ou até mogno africano – produtos exóticos como o mercado considera certas *small* ou *micro caps*). Podemos, no entanto, trocar ou eliminar uma posição, caso o preço tenha chegado naquele desejado (assim como o agricultor pode vender antecipadamente toda a produção ou através de *hedge*).

O que posso dizer é que a vida de gestor parece bem mais fácil que a dos agricultores. Afinal, nós podemos vender uma ação e comprar outra quase simultaneamente. O agricultor não tem essa facilidade – afinal, não pode fazer com que as condições para o sucesso do plantio mudem para atender sua conveniência. Mas nós, gestores, ficamos à mercê principalmente de nossos investidores. Podemos controlar bem todo o ciclo. Só não temos controle sobre o mercado – ninguém tem – e sobre as decisões de nossos investidores, muitas vezes levados por fatores de curto prazo a fazer escolhas precipitadas. Daniel Kahneman e Richard Thaler (prêmios Nobel de Economia, em 2002 e 2017 respectivamente) nos ensinam, em seus trabalhos em economia comportamental e tomada de decisões, como cometemos erros e como a racionalidade fica muito longe de nós, seres humanos, quando os assuntos são dinheiro e investimentos.

Nosso papel é também tentar ajudar os investidores a tomarem as melhores decisões, decidirem por si mesmos e com vistas ao que julgam melhor para si mesmos. Como escrevemos na Resenha de Agosto, “Conhece-te a Ti Mesmo”, lema inscrito no portal do templo de Apolo em Delfos, cidade da Grécia Antiga famosa por seu oráculo. Resenhas, *lives*, *podcast* e demais mídias sociais e até nosso livro *A Trigonometria dos Investimentos* – são todos veículos para que proporcionemos aos nossos investidores informações e transparência sobre o que fazemos, para que decidam sobre seus investimentos, evitando se juntarem ao “rebanho” por não saberem o que fazer. Lembrem-se também, que o destino dos

rebanhos na pecuária é o abate. Tentamos, assim, ajudar a razão a dominar a emoção. Queremos que, como bons agricultores, plantem bem e colham ainda melhor.

Na seção Desempenho dos Fundos, vamos avaliar o que foi nossa colheita semestral e o que esperamos para as próximas, baseados naquilo que cultivamos e na perenidade destes cultivos.

Também, através desta resenha e aproveitando o título, parabéns a todos os agrônomos no dia de 13 de setembro, quando se celebra o Dia Mundial do Agrônomo.

### **Conjuntura internacional**

No filme “Batman”, de Tim Burton (1989), o Coringa (vivido pelo genial Jack Nicholson), depois de ter um plano frustrado pelo Homem-Morcego, diz: “Eu dei à minha dor um nome. E esse nome é Batman”. Se a Economia Global fosse um personagem, bem poderia dar também um nome à sua dor – e este seria: Europa.

O desenrolar da crise energética europeia vem desencadeando grandes e graves consequências para os negócios por lá – e, como as réplicas dos terremotos, isso tem afetado todo o mundo. O governo russo já admitiu que os cortes que vem fazendo no fornecimento de gás são represálias às sanções sofridas por países europeus, em decorrência da guerra na Ucrânia. Mantidas as sanções europeias, a torneira do gás seguirá fechada.

A razão técnica alegada para o gás que não chega, no entanto, é a falta de manutenção por parte da Siemens: sem reparos, o fornecimento teria sido barrado por questões de segurança operacional do gasoduto Nord Stream 1.

O carvão russo – outro item vital para a matriz energética europeia – também não está sendo fornecido. Sem gás e carvão russos, os preços dos dois insumos estão disparando na Europa – e os da energia elétrica junto.

Isso tem custado consideravelmente a uma parte considerável das indústrias europeias em termos de competitividade e está mesmo inviabilizando a operação de indústrias eletrointensivas (já abordamos isso em Resenhas anteriores). Vidro, cerâmica, fertilizantes, química, açúcar, fundições, entre tantos outros setores têm no gás um recurso importante, além da energia elétrica. O impacto sobre eles é, portanto, intenso.

À medida em que os contratos de energia de médio e longo prazos vão vencendo, o preço da energia vai sendo reajustado a preços atuais, tanto no mercado *spot* como nos contratos futuros. A economia europeia vai sentindo o efeito desses reajustes. Até, vejam só, o fornecimento de papel higiênico passa por problemas: a maior empresa do setor na Alemanha se encontra em estado de insolvência financeira. Pelo mesmo passam concessionárias distribuidoras de gás e energia que tem que comprar energia a preço de mercado, mas não necessariamente são capazes de repassar integralmente os custos, além dos riscos de inadimplência de consumidores de todo porte.

A desesperada tentativa dos europeus de atrair novos fornecedores de energia para substituir a Rússia obviamente tem tirado oferta de diversos outros países, ou a deixado mais cara. A Ásia vive crises energéticas cuja raiz, mesmo indireta, vem da Europa. Para piorar, a China (como a Europa) vive uma

seca sem precedentes, com impacto na geração de energia hidrelétrica e na navegabilidade dos rios. O transporte, assim, para o modal rodoviário – o que tem elevado o uso de diesel.

Baixo nível de rios é também um problema atual na França: dificulta o transporte fluvial de carvão para as termelétricas e prejudica o resfriamento das centrais nucleares. Como a França exporta energia nuclear para a Alemanha, passa, assim, a também sofrer do mal de ter de comprar energia elétrica a custos altíssimos.

Para piorar (como se fosse possível...) toda essa situação, a usina nuclear ucraniana de Zaporizhzhia – simplesmente a maior da Europa – se encontra ocupada por forças russas e fica nas imediações de bombardeios, sob risco de um acidente nuclear de grandes proporções. O fantasma de Chernobyl (que também fica na Ucrânia) ronda essa situação toda (aliás, sobre isso, recomendo a minissérie “Chernobyl”, no HBO).



Imagens das usinas nucleares de Chernobyl e Zaporizhzhia

Trocas de acusações quanto à responsabilidade (ou falta de) de cada parte em nada aliviam a situação de risco. Projéteis militares caíram de fato perto da usina.

Sumarizando: boa parte de Ásia e Europa, em que se concentra importante parque fabril mundial, vive sérios problemas energéticos, sem solução fácil. A volta do fornecimento russo não resolveria o problema de fato, mas seria um bom paliativo. Essa volta, no entanto, está longe de ser simples, porque passa por uma solução para a situação na Ucrânia. União Europeia e EUA mantêm firmes seus propósitos de retaliar os russos e apoiar os ucranianos – inclusive enviando a estes mais armamentos e financiamentos, provavelmente irrecuperáveis, já que a Ucrânia não terá condição de fazê-lo, já com uma necessidade de US\$ 60 bilhões de obras de reconstrução do país. Quem pagará esta conta e com qual capital? Isso retroalimenta o conflito e fecha o círculo, afastando a perspectiva de solução no curto prazo.

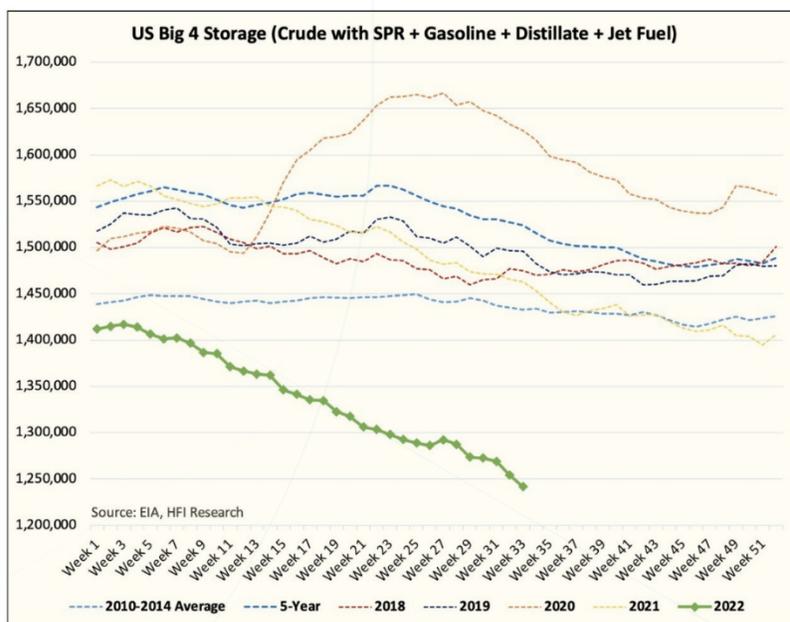
O corte russo de gás significa a perda de uma fonte importante de energia para o mundo inteiro, sem substituto no curto prazo.

Por outro lado, a Rússia também tem sido afetada pelo conflito. Além, obviamente, das vidas perdidas e dos recursos necessários para manter a máquina de guerra funcionando, o país tem dependido do contrabando de insumos-chave para sua economia, como semicondutores. As montadoras russas diminuíram muito sua produção; aeronaves ficam sem manutenção por falta de peças; e até a produção de óleo fica comprometida, pela forte dependência de componentes vindos do Ocidente. O desemprego entre os jovens russos também está bastante alto.

Virou uma queda de braço, que a Rússia parece estar ganhando. Mas, no médio-longo prazo, se a questão energética se normalizar, a Rússia poderá se encontrar em uma posição frágil. Por essa razão, o país tem se aproximado da China, um possível aliado caso o conflito envolvendo Taiwan de fato se torne algo semelhante ao que se vê na Ucrânia, além de busca de armamentos junto à Coreia do Norte e drones muito potentes do Irã, ambos inimigos do Tio Sam e agradecem os rublos ou sabe-se quais meios de pagamentos empregados.

Os EUA têm tentado apoiar o resto do Ocidente com seus estoques de óleo e sua produção de gás, mas isso tem afetado o próprio país: a inflação tem avançado por lá, com custos (altos) à popularidade do presidente Joe Biden. A venda de estoques suaviza o choque atual, mas na prática cria mais demanda para o futuro, e o fato de a população dos países desenvolvidos não aceitar bem a queda nos padrões de consumo deve gerar mais inflação até que a situação de oferta se normalize.

E essa situação, de todo modo, tem dia e hora para acabar: o inverno se aproxima, o que levará os EUA a reduzirem o suprimento energético à Europa. A OPEP, pouco sensibilizada com a situação, aprovou a redução da produção diária pelos seus membros em 100 mil barris, de forma a manter os preços elevados. O gráfico a seguir ilustra a dramática queda nos estoques de combustíveis nos EUA em comparação com períodos anteriores.



A chegada do inverno gera uma demanda energética muito maior, pois o aquecimento consome mais energia do que aparelhos de ar-condicionado e refrigeradores. A população já começa a se inquietar e a protestar. Os governos agem no sentido de subsidiar gastos com energia, mas serão incapazes de lidar com a calefação, especialmente da população mais carente. Após a seca e um calor recorde, resta observar como será o inverno.

A China segue com a política de covid-zero, não sem sérias consequências econômicas. A dinâmica do setor imobiliário (explicada na Resenha anterior) segue sem muita expectativa de melhora. Talvez o cenário-base para o setor seja de um longo período de estagnação até que se corrija todos os problemas. Já na indústria, rupturas na cadeia logística, menor confiabilidade na entrega de produtos

devido à política para a covid, aumento dos fretes e das tensões em Taiwan, crise energética, aumento salarial e muito mais têm reduzido a atratividade do país como parque fabril. Reflexo disso foi a redução do crescimento das exportações chinesas em agosto para US\$ 315 bilhões, 7,1% acima do mesmo mês no ano anterior, e bem abaixo do crescimento mensal médio de 18% entre maio e julho, na mesma base de comparação. Mais ainda, o crescimento anual acumulado em oito meses é de 13,5%, nada mal considerando os problemas em todo o mundo e na própria China. Como diz o ministro Paulo Guedes, *nearshoring* e *friendshoring* (proximidade e amizade) se tornam mais importantes do que apenas buscar o produto onde estiver mais barato. O Brasil está bem no quesito amizade, e relativamente bem com as américas e Europa.

O Brasil também surge como grande candidato a receber investimentos multinacionais como parque fabril alternativo e fornecedor de bens industriais para diversos países ocidentais. Lembrando que nossas relações diplomáticas e comerciais com todo o mundo são boas e o câmbio é favorável a investimentos no Brasil.

Nos EUA, o Fed segue em seu discurso contracionista, fortalecendo sua moeda frente a cestas de países desenvolvidos (euro e iene principalmente) e emergentes (yuan se desvalorizando bastante também). Para o exportador chinês isso tem ajudado, como comentado anteriormente, apesar das dificuldades operacionais no país. Mas afeta a qualidade de vida dos cidadãos, já alvejados pelas crises imobiliária e energética atuais e pela pandemia há algum tempo. O Partido Comunista chinês sabe que deve controlar muito bem expectativas e anseios da população; afinal, uma insatisfação popular poderia escalar rapidamente. Por isso, ele tem trabalhado para valorizar a moeda de diversas formas, como o controle de fluxos cambiais, apesar da política monetária continuar expansionista para tentar conter a crise imobiliária.

A seca na China castiga as safras de grãos no país (milho, arroz, trigo e soja). Com a crise energética na Europa afetando o fornecimento de fertilizantes, mais as dificuldades da safra da Ucrânia, o mercado de grãos deve manter firme seus preços. Importante é observar a safra americana, que, se decepcionar (o país também enfrenta uma seca), pode jogar os preços ainda mais para cima, além da demanda adicional do etanol (de milho nos EUA), como elemento descarbonizante e substituto dos derivados de petróleo. Mais uma grande oportunidade para o Brasil como grande exportador deste combustível carburante limpo, e com a tecnologia híbrida elétrica, a melhor solução para reduzir a pegada de carbono dos veículos leves em quase todo o planeta, incluindo EUA, China e Índia.

A África do Sul segue duelando com a trinca “problemas energéticos-tensões sociais-desemprego altíssimo”. Seguimos no aguardo de uma possível taxaço da exportação de minérios como resposta parcial para prover recursos que sejam investidos na infraestrutura energética do país. Enquanto isso não ocorre, a Eskom (estatal sul-africana de energia) vem reforçando a necessidade de novos aumentos e repasses, na tentativa de manter o mínimo de manutenção da já precária rede.

Com aumentos ou não, no entanto, o cenário seguirá o mesmo: com eles, haverá menos apagões, mas a competitividade de ferroligas e demais itens eletrointensivos do país vai cair. Sem, os apagões vão arrasar toda a capacidade produtiva do país de bens minerais processados, se tornando um mero exportador de minério de baixo valor agregado e menos intensivo em mão de obra.

Se os problemas se resumissem à energia, seria até um alento. Mas a Transnet (estatal de operações de ferrovias, portos e polidutos) também passa por grave crise financeira, o que afeta toda a logística

sul-africana – incluindo os embarques de bens minerais. Greves, roubos, vandalismo, sabotagem e ataques de *hackers* tornam ainda mais difícil a recuperação e normalização dos serviços no país – que é a principal economia no continente africano.

As bolsas mundiais ensaiaram uma recuperação na primeira metade de agosto, mas após as declarações do Fed no fim do mês, o mercado realizou forte e fechou em queda. O índice NASDAQ caiu perto de 5% e o S&P 500 e o Euro Stoxx 50 caíram 4%. O índice chinês SSE ficou estável, e a bolsa japonesa subiu 1%. O rendimento do *Treasury* de 10 anos, num grande *rally*, passando de 2,64% para 3,13% seguindo as declarações do Fed e os fortes dados de emprego nos EUA. O último dado do CPI (inflação do consumidor) americano veio um pouco abaixo do esperado, mas continua alto.

O que se criou, na realidade, foi uma expectativa, baseada em um dado mais fraco, de que o Fed desistiria de aumentar os juros rapidamente, o que não se confirmou. Recordar é viver: bancos centrais trabalham com horizontes bem maiores que 2 ou 3 meses à frente, e um dado mais positivo num mês não necessariamente afetará o julgamento de seus membros ao tomarem decisões que afetarão a economia em prazos maiores, como 1 a 2 anos à frente. Agora volta ao radar a possibilidade de um novo aumento de 75 bps (0,75 ponto percentual) nas taxas básicas de juros (Fed Funds Rate), a exemplo da alta decidida em 28 de julho.

Embora esta seção seja reservada à macroeconomia internacional, cabe dizer: esse conjunto de notícias negativas em todo o mundo favorece muitas das empresas investidas pelos nossos fundos. Na realidade, por mera casualidade; afinal, como já dissemos em ocasiões anteriores, não temos um Oráculo de Delfos à disposição, então não havia como saber de guerras, estiagens, problemas energéticos e de suprimento de alimentos.

Nossas principais empresas investidas atuam em setores eletrointensivos, no agronegócio e no de insumos de natureza mecânica relacionados a fundições e fornecedores de componentes para a cadeia logística, máquinas *offroad* (infraestrutura), mineração e agrícolas. Todos estes se beneficiam da escalada de preços e de problemas de suprimento – com o Brasil além de tudo passando ao largo. Destacamos ainda trilhões de dólares que serão investidos pelas principais economias mundiais em infraestrutura, energia, descarbonização e, talvez o mais importante, em garantir a segurança alimentar da população (o que tem inclusive relação com o título da Resenha deste mês). Nossas investidas se posicionam muito bem nas cadeias de produção e de suprimentos destes setores, e isso nossos caros leitores poderão conferir na seção de desempenhos dos fundos e nos comentários sobre as principais empresas.

Talvez o mundo jamais tenha sido sacudido simultaneamente pela quantidade de variáveis de natureza macroeconômica na história - pandemia, guerra, clima, cadeia logística e de produção industrial, energia, recessão, taxas de juros, mercado imobiliário na China para citar os principais. Fazer conjecturas para antecipar essa combinação de variáveis, nem Hércules ou Ulisses seriam capazes de executar (citando personagens míticos gregos). Portanto, nosso radar e foco continua analisar as empresas, deixando ao Oráculos e pitonisas estas tarefas e aos consultantes o trabalho de interpretar as respostas enigmáticas.

## Conjuntura Nacional

A economia brasileira segue crescendo e sendo destaque em um cenário mundial um tanto complicado, tanto em termos macroeconômicos como energéticos e climáticos.

O PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro cresceu quatro trimestres seguidos; no mais recente (2T22), o avanço foi de 1,2%. O boletim FOCUS traz revisão para cima da estimativa de crescimento de 2,26% para 2022. A expectativa do governo federal, por sua vez, é de que a economia avance até 3%. O agronegócio segue forte e a próxima safra deverá trazer a colheita, segundo a Conab, de 308 milhões de toneladas. Um novo recorde – e mais ainda no contexto de uma diminuição na aplicação de fertilizantes.

Com a ajuda de 35% da redução do IPI e a entrada de investimentos, a indústria vai ficando mais competitiva. Em maio, o Brasil recebeu US\$ 4,45 bilhões em investimentos diretos – mais que o dobro do registrado no mesmo mês do ano passado, superando as estimativas do mercado. A indústria cresceu 0,6% em julho, acima do consenso.

Já o setor de serviços segue se recuperando à medida em que a criação de empregos é retomada e a inflação desaquece. A massa salarial real cresceu 1% em julho (mês contra mês) e 5,6% na comparação anual. A taxa de desemprego medida pela PNAD caiu para 9,1%. A inflação, segundo o boletim FOCUS, deve ficar em 6,6% no ano. Em agosto, o IPCA ficou em -0,35%, com a queda no preço dos combustíveis, sendo que em julho já havia caído 0,68%. Desta forma, o IPCA acumulado do ano atingiu 4,77%, e 8,73% em 12 meses. Como em setembro de 2021 o índice foi de 1,16% (10,25% acumulado em 12 meses), uma deflação em setembro representará uma nova queda substancial na inflação de 12 meses e mesmo em 2022. Nova queda no preço da gasolina deverá ajudar novamente, além da acomodação em uma série de preços. Tal comportamento destoa do mundo, que se vê às voltas com inflação em elevação, ou seja, o Brasil está numa posição muito melhor que Europa e EUA que deverão continuar pressionados pela inflação, aumento nas taxas de juros e recessão.

Do lado do emprego, ao lado do PNAD, o CAGED trouxe boas notícias uma vez mais. Em julho anotou quase 219 mil novas vagas líquidas no mercado formal, já superando 1,5 milhão de vagas com carteira assinada criadas em 2022. Tudo isso combinado a um cenário fiscal não visto há muitos anos, com cortes de impostos e juros em ascensão, contrariando os economistas e as cartilhas acadêmicas. Pois é, mais uma jabuticaba brasileira.

Realmente o Brasil vive uma fase economicamente positiva, mesmo com a forte alta das taxas de juros a impor freios severos ao crescimento. Paire a dúvida, no entanto, quanto ao que virá por aí em 2023, após as eleições e com os empenhos de recursos já feitos neste ano. O ministro Paulo Guedes (Economia) comentou que a manutenção dos R\$ 600 no Auxílio Brasil deve ser condicionada à taxação dos dividendos (caso Jair Bolsonaro seja reeleito). A ver.

Caso Lula seja eleito, acreditamos que a política de estímulo à indústria e ao agronegócio nacionais continuarão, pois mais do que nunca precisará de apoio da bancada ruralista, além de apoiar o setor de onde emergiu, automobilístico, trazendo para si o apoio dos sindicatos dos metalúrgicos. Avaliando o histórico de seus mandatos, na prática houve políticas fortes nesse sentido com fortes subsídios creditícios por parte do BNDES à agricultura e à indústria.

O juro real brasileiro segue em patamares descolados da realidade de seus pares internacionais, mesmo em relação à emergentes em situação fiscal muito pior. Dadas as declarações de Roberto Campos (presidente do BC), há uma forte possibilidade de estar a caminho um último aumento de 0,25 ponto percentual na próxima reunião do COPOM em setembro. Mesmo assim, a economia segue muito bem, obrigado, e assim que a inflação apresentar sinais de estabilização de fato no ano que vem, ou ainda neste, é bem provável que o movimento de corte ocorra, e mais rápido do que o mercado precifica atualmente.

O dólar ficou praticamente estável no mês passado, mesmo com o movimento global de fortalecimento da moeda americana. Talvez a preocupação do Banco Central esteja relacionada às eleições e ao aumento das despesas, qualquer que seja o presidente eleito. Daí manter uma política de juro austera como estratégia defensiva e como forma de ancorar as expectativas do mercado sobre as taxas longas.

O programa de renovação de frotas e caminhões foi sancionado neste mês, numa excelente notícia para o setor de autopeças (como explicamos em Resenha anterior). A produção e venda de caminhões seguem se recuperando da falta de insumos sofrida no começo do semestre e a perspectiva segue favorável para o resto do ano, especialmente pela gradativa normalização do suprimento de componentes, e a introdução do Euro 6 (norma relacionada aos limite de emissões veiculares) em 2023, que causará um aumento dos preços dos caminhões entre 15% e 20%. A produção de caminhões em agosto cresceu 35,4% em agosto sobre o mesmo mês do ano anterior, mas no acumulado do ano ainda 2,6% inferior a 2021.

Mas nos veículos leves, a produção acumulado do ano de 1,58 milhões de unidades apresenta um crescimento de 4,9%, mas o dado mais positivo, foram os licenciamentos de 171 mil unidades, 16,2% superior a agosto de 2021 e 25,7% superior a julho, indicando uma retomada nas vendas, ainda que no ano acumula queda de 10,5%. A elevada taxa de juros e ainda escassez na oferta, inibem uma aceleração mais forte das vendas, além do aumento de preços.

A depreciação acelerada está sendo debatida dentro do Ministério da Economia e possivelmente será proposta neste ano, dando grande incentivo para investimentos na troca de equipamentos e máquinas e principalmente na indústria – com a promessa de Paulo Guedes de zerar o IPI caso o atual governo permaneça. Uma possível regulação acelerando a depreciação de bens de capital seria excelente para a indústria.

Mas o que é essa depreciação acelerada?

Suponhamos um hipotético investimento de R\$ 100 milhões que seria depreciado em 20 anos, ou seja, as despesas de depreciações equivalente a 5%, por exemplo, R\$ 5 milhões dedutíveis a cada ano, ou ganho fiscal de R\$ 1,7 milhões (alíquota de 34%). No mesmo caso, uma depreciação acelerada, teria os R\$ 100 milhões deduzidos do lucro tributável no primeiro ano, ou uma economia fiscal de R\$ 34 milhões, melhorando significativamente a taxa de retorno deste investimento.

Quanto mais intensiva em capital o setor, maior o ganho. Sua aprovação seria uma excelente notícia para o Brasil e sua indústria – bem como para várias empresas investidas pelos nossos fundos. Guedes segue com sua promessa de reindustrializar o Brasil, restando ainda modernizar leis trabalhistas, reduzir encargos e incentivar o mercado de capitais como fonte de recursos para investimentos.

O Plano Safra segue muito demandado, tanto, que os recursos subsidiados para a compra de máquinas agrícolas acabaram em um mês (já tendo sido pedido um recurso extra). O setor de máquinas agrícolas vive excelente fase de vendas no Brasil – e no Mercosul: na Argentina, a venda cresceu 80% (em dólares) no 2º tri, em relação ao ano anterior.

A bolsa brasileira viveu um novo *rally* em agosto, com alta de mais de 6% do Ibovespa e de quase 11% no índice SMLL. A alta foi generalizada, mas como destaque tivemos ações que caíram muito e ensaiam uma recuperação.

A curva de juros também recuou no mês passado, ajudando o *valuation* e elevando o interesse por empresas de varejo, imobiliário e tecnologia – setores mais sensíveis às taxas de juros, e neste contexto bastante voláteis ao sabor dos ventos soprados pelo Banco Central. Acreditamos que o comportamento das taxas de juros será o principal fator que o mercado terá como guia para maior exposição em renda variável. Como vimos acima, os indicadores econômicos têm sido favoráveis, e a inflação, talvez o maior catalisador para uma recuperação consistente do mercado acionário. O fluxo estrangeiro voltou com força em agosto, com compras líquidas de R\$ 16,4 bilhões em agosto, recuperando a saída líquida de R\$ 11,6 bilhões entre abril e julho. No ano, o saldo líquido é positivo em R\$ 70,6 bilhões, sendo que em 2021, o total do ano foi de R\$ 41,5 bilhões. Enquanto investidores locais, notadamente institucionais, incluindo fundos de investimentos direcionam seus recursos para a renda fixa, os estrangeiros agem justamente na ponta contrária, buscando países com inflação decrescente e perspectiva de crescimento do PIB, na contramão do que ocorre nos próprios mercados. O Brasil, portanto, torna-se uma alternativa interessante para estes estrangeiros, e por enquanto encontram no investidores locais a oferta de ações e preços muito competitivos.

Mas os institucionais ainda ouvem o canto das sereias (juros), e em agosto retiraram R\$ 15,2 bilhões da Bolsa, totalizando R\$ 94 bilhões no ano, uma alta o mercado se traduzirá em perda de oportunidade para estes investidores, que ao voltarem, encontrarão a Bolsa em outro patamar. Como a flecha não volta para o arco, uma oportunidade perdida jamais será recuperada.

## Desempenho dos Fundos – parte 1

Agosto, numa certa crença popular, é o “mês do desgosto”. Essa má fama não é uma jabuticaba: pode-se encontrá-la em diversas culturas mundo afora e há diversas histórias sobre sua origem. Na Roma Antiga, por exemplo, acreditava-se que um dragão cuspidor de fogo aparecia no céu nas noites daquele mês. Já em Portugal, a crença ganhou força à época dos descobrimentos. As expedições costumavam partir para o Novo Mundo neste período. Expedições marítimas eram atividades de extremo risco, e muitas vezes, ainda que não naufragassem, perdiam tripulantes e marinheiros para doenças e privações (e mesmo para a loucura: na “Odisseia”, de Homero, Ulisses teve de se amarrar ao mastro da embarcação em sua volta à Ítaca (Grécia) para não sucumbir ao canto das sereias, que faziam tantos homens se atirarem ao mar). Assim, as mulheres evitavam se casar em agosto para não se tornarem viúvas no curtíssimo prazo (daí ter surgido uma variante daquela máxima: “casar em agosto traz desgosto”).



Nossa fotografia em Ítaca e estátua de Ulisses e imagem de quadro de Ulisses e a sereias

Numa chave mais histórica, agosto foi o mês de momentos trágicos – extremamente trágicos: ascensão de Hitler ao poder; o início da Primeira Guerra Mundial; o lançamento das bombas atômicas sobre Hiroshima e Nagasaki; o suicídio de Getúlio Vargas; a lista iria longe.

Cientes de toda a superstição que pesa contra agosto, gostaríamos ainda assim de desmistificá-lo. Nossos fundos, pelo menos, nos autorizam a isso. Em termos absolutos, agosto foi o melhor mês para muitos dos fundos da Trígono, considerados os últimos 12 meses. Flagship 60, Delphos e Verbier se valorizaram, respectivamente, 10,5%, 8,3% e 8,6%. O IBOV, por sua vez, valorizou 6,2% e o IDIV, 4,2%. O SMLL, deu um salto de 10,9% no mês passado, mas ainda tem um certo caminho para sair do buraco (-22,3% nos 12 meses em questão) em que caiu.

Ao que se deve esse bom desempenho? Não dá para apontar com precisão, mas certamente está relacionado à excelente safra de balanços – reforçando nossas principais teses. Colheita farta (que é o tema geral desta Resenha).

Tendo sido uma temporada de balanços surpreendentes (surpresas positivas), passemos a um breve resumo sobre cada uma das TOP 10.

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

Agosto foi muito bom para o Flagship 60, com valorização de 10,5% (levemente abaixo dos 10,9% do referencial SMLL). Isso o fez voltar ao campo positivo no acumulado do ano: 6,6% de alta – ante queda de 6,3% do *benchmark*. O que, por sua vez, representa um alfa (retorno acima do índice de referência) de 12,9%. No horizonte de 36 meses o desempenho fica ainda mais destacado: ganho de 124,2%, contra -3,6% do SMLL (alfa de 127,8%). E mesmo com o excelente retorno, a volatilidade do fundo (25,7%) foi menor que a do referencial (28,6%).

Isso reforça que maior volatilidade não é sinônimo de maior risco/retorno. Ela reflete o nervosismo do mercado, com o qual as empresas não têm compromisso. Na live de 31 de agosto desmistificamos essa lenda – small caps são mais voláteis e arriscadas – que o mercado gosta de propagar.

No mês passado, praticamente todos os segmentos do fundo contribuíram de forma positiva. Os destaques foram Indústria (4,28%), Tecnologia (2,48%) e Mineração e Metalurgia (2,31%). Na contramão veio apenas Concessão e Energia (com um inexpressivo -0,09%).

**Lembrar é viver: em 1º de setembro, após 30 meses, reabrimos para captação o Flagship 30, por 60 dias.** Nossos investidores (e os que queiram se tornar) podem assim aproveitar uma excelente janela de oportunidade. **Mas lembrem-se: são apenas 60 dias. Ou até que se chegue a R\$ 200 milhões em aportes, o que acontecer primeiro.**

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

O Delphos teve ganho de 8,3%, ante 4,3% do IDIV (alfa de 4% no mês). Para o bom desempenho também contribuíram Indústria (3,51%) e Mineração e Metalurgia (2,86%), com o setor Químico (2,04%) logo atrás. Já a contribuição negativa veio de Concessão e Energia (ainda mais inexpressivo com -0,05%).

No acumulado do ano, o Delphos ganha 10,8%, contra 11,2% do IDIV, praticamente anulando a diferença em relação ao índice referencial – que chegou a incômodos 15 pontos percentuais até abril. Desde seu início (abril de 2018), o fundo tem ganho de 182,5%, contra 59,2% do benchmark (alfa de 123,3% no período). Analisando os últimos 36 meses, a valorização é de 173%, contra 20% do IDIV (alfa de 153%). Já a volatilidade do Delphos ficou em 23,7%, ante 18,1% do IDIV. Isso pode ser explicado pela concentração nas principais teses (as 5 maiores posições representam 80% da carteira). Já o IDIV é composto em grande parte por empresas do setor financeiro e concessões (de volatilidade historicamente mais baixa) e empresas de menor crescimento. No Delphos, associamos small caps com dividendos, a dupla perfeita, lembrando que algumas small caps, apresentam um bom crescimento, e pasmem, conseguem pagar dividendos relevantes, tudo isso com geração operacional de caixa. São poucas empresas nessas condições, mas na Trígono não passam despercebidas.

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

O Fundo entregou desempenho muito positivo em agosto: bateu o Ibovespa em 2,4 pontos percentuais (8,6% contra 6,2%). No acumulado de 2022, o Verbier tem ganho de 6,3%, contra 4,5% do referencial. Mais uma vez a Indústria impulsionou (5,08%), seguida por Mineração e Metalurgia (2,77%).

Com estratégia de ações livres, o Verbier consegue alocar em empresas além do universo das Small Caps e Micro Caps. Pode aproveitar, assim, oportunidades pontuais (desde que boas) nas Large Caps. Mesmo com essa estratégia, atualmente o fundo praticamente não possui sobreposição com o referencial IBOV: são 9% alocados em Mid Caps e 91% em Small e Micro Caps. É nessas que acreditamos estarem, neste momento, as melhores oportunidades da Bolsa. Além disso, empresas no universo daquelas de menor capitalização (menor valor de mercado) têm sido penalizadas pelo mercado – sem relação, no entanto, com resultados apresentados ou fundamentos, como se viu nesta temporada de balanços do 2º tri. O mercado também busca mais liquidez, permitindo mudanças rápidas de posição, ou mesmo o *market*

*timing* (já devidamente reduzido neste espaço ao seu papel de puro e simples adivinhação ou aposta). Cabe lembrar, que investimentos e apostas são coisas distintas e na Trígono apostas não fazem parte do processo de investimento.

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

Destaque da Trígono em 2022, o Trígono 70 Prev teve em agosto mais um mês muito positivo: valorização de 4,7%, ante 1,17% do CDI. Os 13,5% de ganho no ano representam 174% do CDI até o momento. Por setor, as maiores contribuições vieram de Indústria e Mineração e Metalurgia, com contribuição de 2,6% e 1,69% respectivamente.

Desde seu início (9/2/2019), o fundo acumulou ganho de 68,6%. O CDI, no mesmo período, viu retorno de meros 17,57%. Nosso fundo, portanto, proporcionou rendimento equivalente a 390% do CDI desde seu início. Mesmo alocando 70% de seu patrimônio em ações e 30% em Tesouro SELIC (equivalente ao CDI), os retornos de 5,5% em 12 meses e de 45,9% em 24 meses foram substancialmente superiores ao IBOV (com -7,8% e +10,2% nos mesmos períodos respectivamente). O SMLL também foi negativo, em 12 meses (-22,3%) e em 24 meses (-9%). Ou seja: o alfa em 2 anos foi de 35,7% sobre o IBOV e de 54,9% sobre o SMLL. Mantemos sempre os 70% máximos possíveis alocados em renda variável, sem *market timing* – ou seja: sem adivinhar ou apostar para que lado vai o mercado. Os resultados abaixo mostram que tal estratégia tem sido vencedora:

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

Nosso outro fundo previdenciário (com 100% alocado em renda variável) também teve um agosto excepcional: alta de 10,2%, alfa de 6,2% frente ao Ibovespa. Aqui, diferentemente dos demais, a principal contribuição veio do setor de Tecnologia (4,99%), mas logo atrás vêm Indústria (3,46%) e Mineração e Metalurgia (2,15%). Na contramão, só o Agronegócio (-0,26%). No acumulado do ano, o Icatu 100 está 10,1% positivo, contra 4,5% do referencial. A diferença deste fundo em relação ao 70 Prev é a alocação 100% em ações (no outro, são 70%) – e ambos têm diferentes limites regulatórios e prazos de resgates, o que diferencia carteiras e retornos.

Desde seu início (14/07/2020), o fundo proporcionou retorno de 81,7%, contra meros 9% do IBOV. Esse descolamento do *benchmark* reflete a característica definidora deste fundo e do 70 Prev: foco em *small caps*. Ao final de agosto, 80% da carteira estava exposta a Micro e *Small Caps*, 13% a *Mid Caps* e apenas 7% em *Large Caps*. Os dois fundos podem investir nas empresas de maior valor de mercado, mas, por estratégia e oportunidade, neste momento estão concentrados naquelas de menor valor de mercado. Em nossa opinião, muitas das empresas maiores e mais líquidas estão com valor muito acima do valor intrínseco (e do que julgamos justo).

Nos últimos 12 meses, a volatilidade do fundo foi de 24,4%, contra 20,3% do referencial, mesmo com o portfólio concentrado em 8 empresas (que, juntas, somam 83% do fundo). É parte da nossa estratégia – que, a julgar pelos resultados históricos, tem se mostrado plenamente bem-sucedida. Convicção. Como o

mestre Warren Buffet ensina, diversificar apenas por diversificar é o fato de não saber o que fazer, e baixa convicção no que faz.

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

O Power & Yield subiu 9% no mês passado, contra um magro 1,2% do referencial IEE. O fundo está muito bem posicionado para capturar oportunidades atuais decorrentes da atual crise energética mundial – e que se intensifica a cada dia, principalmente na Europa. Empresas brasileiras têm vantagem ímpar neste ambiente, e podem se beneficiar amplamente, em particular aquelas inseridas na manufatura de produtos eletrointensivos, em biocombustíveis, energias renováveis e no setor elétrico (movido a energias hidrelétrica, eólica e solar).

Sempre é bom lembrar: o Brasil tem a matriz energética mais verde do mundo, faz amplo uso de etanol e biodiesel e ainda oferece grande potencial para produzir energias alternativas como biometano, hidrogênio verde e eólica offshore, além das enormes reservas de gás do pré-sal. Nenhum outro país tem esse potencial e essa diversidade. Nosso fundo se insere nesse segmento e, acreditamos, oferece oportunidade única de investimentos aí.

A tarefa do fundo é desafiadora: o *benchmark*, IEE, talvez seja um dos melhores índices da B3. É composto pelas 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas (base 5,5%, pouco mais ou menos). Apesar de atrás do referencial no ano (0,6% de alta contra 7,8% do IEE), o Power & Yield, analisado desde seu início (fev/2021), apresenta retorno positivo de 22,4%, contra variação negativa de 0,1% do IEE (alfa de 22,5% em pouco mais de 18 meses).

A boa performance em agosto reflete a contribuição positiva dos setores Químico (4,35%), de Mineração e Metalurgia (2,89%) e de Óleo e Gás (1,74%). Já o Agronegócio (-0,37%) foi o destaque negativo.

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

Por fim, nosso “caçula” (dentro os de renda variável), que completa 1 ano neste mês, apresentou desempenho muito positivo: 11,4% de valorização, pouco acima dos 10,9% entregues pelo SMLL. Tecnologia (3,69%) e Mineração e Metalurgia (3,15%) impulsionaram o desempenho, e nenhum setor o puxou para baixo.

No acumulado do ano, o Horizon está com 2,1% negativo, ante queda de 6,3% do referencial. Desde seu início, o Horizon já entrega um alfa de 9,4% (caindo 12,8%, enquanto o SMLL cai 22,1%). Mesmo 100% alocado em *Micro Caps*, empresas que no critério da Trígono tenham um valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões no momento de iniciar uma nova posição, e por contar com empresas “esquecidas” pelo mercado em seu portfólio, a volatilidade no período foi de 23,86% - menor que a de 28,6% do *benchmark*. Mais um sinal de que relacionar pequenas empresas a volatilidade e risco é mito. Para nós, risco é função da má seleção na composição dos portfólios. A volatilidade expressa apenas o mercado vivendo sua ciclotimia (tipo de transtorno bipolar, de acordo com o DSM 5 – o Manual de Diagnóstico e Estatístico de Transtornos Mentais elaborado pela Associação Americana de Psiquiatria. Trata-se de uma

variação crônica de humor, oscilando entre euforia e depressão. Sobre emoções, vale a dica cultural mais acima, não mudanças nos fundamentos empresariais.

## Desempenho dos Fundos – parte 2

Para um melhor entendimento do desempenho de nossos fundos, e trazendo nossa visão a respeito das perspectivas, comentaremos resultados das principais empresas que compõem nossas carteiras.

Antes de entrarmos nas explicações, resumimos abaixo os principais indicadores das dez principais posições de nossos fundos no primeiro semestre de 2022 e como se comparam ao mesmo período do ano passado, bem como a evolução das ações e comparação com indicadores dos índices que usamos como referência e do mercado financeiro.

Empresa	RECEITA (R\$ MM)			EBITDA (R\$ MM)			LUCRO LÍQUIDO (R\$ MM)		
	1S21	1S22	∧ 22/21	1S21	1S22	∧ 22/21	1S21	1S22	∧ 22/21
Ferbasa	1.028	1.655	61%	355	773	118%	173	633	265%
Kepler	479	798	67%	59	247	316%	32	158	386%
Metal Leve	1.724	1.909	11%	373	360	-4%	232	238	2%
Positivo	1.462	2.662	82%	163	311	90%	78	119	52%
São Martinho*	2.479	3.194	29%	1.257	1.646	31%	397	447	12%
Schulz	795	947	19%	114	161	41%	64	91	43%
Simpar	5.769	10.054	74%	1.611	3.216	100%	362	294	-19%
Tronox	458	431	-6%	162	3	-98%	134	4	-97%
Tupy	3.190	4.893	53%	385	659	71%	17	254	1429%
Unipar	2.478	3.892	57%	990	1.687	70%	528	988	87%

\*Ano fiscal diferente. Foi utilizado o 4T22 e 1T23.

Empresa	Margem EBITDA (%)		Margem Líquida (%)	
	1S21	1S22	1S21	1S22
Ferbasa	34%	47%	17%	38%
Kepler	12%	31%	7%	20%
Metal Leve	22%	19%	13%	12%
Positivo	11%	12%	5%	4%
São Martinho*	51%	52%	16%	14%
Schulz	14%	17%	8%	10%
Simpar	28%	32%	6%	3%
Tronox	35%	1%	29%	1%
Tupy	12%	13%	1%	5%
Unipar	40%	43%	21%	25%

\* Ano fiscal diferente. Foi utilizado o 4T22 e 1T23.

Empresa	Cotação Ação		Variação
	ago/21	ago/22	
FESA4	R\$ 52,16	R\$ 52,76	1%
KEPL3	R\$ 12,06	R\$ 21,13	75%
LEVE3	R\$ 33,54	R\$ 24,30	-28%
POSI3	R\$ 13,71	R\$ 11,57	-16%
SMT03	R\$ 30,37	R\$ 31,86	5%
SHUL4	R\$ 4,74	R\$ 4,88	3%
SIMH3	R\$ 14,04	R\$ 10,70	-24%
CRPG5	R\$ 100,01	R\$ 28,00	-72%
TUPY3	R\$ 21,96	R\$ 26,71	22%
UNIP6	R\$ 68,59	R\$ 97,52	42%

Empresa	EV/EBITDA		P/L	
	1S21/UDM	1S22/UDM	1S21/UDM	1S22/UDM
Ferbasa	7,8	2,9	21,4	4,1
Kepler	8,8	4,3	17,4	6,8
Metal Leve	7,4	4,7	11,6	6,1
Positivo	4,8	5,5	6,7	7,8
São Martinho	6,5	5,1	11,1	7,3
Schulz	8,9	6,3	9,9	7,9
Simpar	8,1	5,7	20,3	11,6
Tronox	9,8	4,3	10,4	5,6
Tupy	5,1	4,9	13,9	8,7
Unipar	5,0	2,5	8,9	4,4

\* Cotações de 31/Agosto/21 e 31/Agosto/22. Fonte: Trigono/Econômica

Indicadores	ago/21	ago/22	Variação
<b>IBOV</b>	<b>118.781</b>	<b>109.523</b>	<b>-8%</b>
<b>SMLL</b>	<b>2.849</b>	<b>2.215</b>	<b>-22%</b>
<b>IDIV</b>	<b>6.772</b>	<b>7.062</b>	<b>4%</b>
<b>IEE</b>	<b>79.946</b>	<b>82.251</b>	<b>3%</b>
<b>CDI</b>	<b>6.230</b>	<b>6.868</b>	<b>10%</b>
<b>IPCA</b>	<b>28,05</b>	<b>30,61</b>	<b>9%</b>
<b>IGP-M</b>	<b>1.091</b>	<b>1.185</b>	<b>9%</b>
<b>Dólar</b>	<b>5,14</b>	<b>5,18</b>	<b>1%</b>

- **Tronox - valor de mercado: R\$ 798 milhões**

Os problemas de fornecimento de ácido sulfúrico derivado do processamento de petróleo e gás (retirada de enxofre e de minerais sulfetados) continuaram a limitar fortemente os resultados neste ano – levando a um tombo nos resultados do 1S22 e ao desempenho negativo das ações da Tronox. Pesou aí também uma combinação de fatores, como a falta de capital de giro da Paranapanema, fornecedora de ácido sulfúrico para a Tronox para importar concentrado de cobre, impactando a produção de cobre e o ácido sulfúrico como subprodutos. Ainda houve paradas técnicas de fabricantes e um aumento na demanda por parte dos produtores de fertilizantes. O resultado foi a escassez e aumento de preços do ácido sulfúrico e dos custos da Tronox, que buscou o produto no exterior e em outros fornecedores e com ônus nos preços e logística, já que Paranapanema também está localizada no estado da Bahia, como a Tronox.

Mesmo com os ventos contrários, a companhia praticamente manteve o volume de vendas (queda de 4% ano contra ano) ao buscar ácido sulfúrico com outros fornecedores (externos e internos). Mas o custo maior (do produto de fornecedores alternativos e da logística) elevaram em 45% o custo de produção por tonelada. Pesou na rentabilidade.

Mesmo em um semestre muito desafiador, a posição líquida de caixa se manteve sólida, em R\$ 366 milhões. Houve uma “queima” de caixa de apenas R\$ 22 milhões. Mas se considerarmos R\$ 10 milhões pagos em proventos; R\$ 12 milhões em adiantamento à Paranapanema; e R\$ 18 milhões de investimentos em ativo fixo, o caixa ficou intacto e na realidade a geração operacional de caixa foi positiva. Enquanto a situação não se normaliza, os R\$ 200 milhões emprestados à controladora vão rendendo 125% da SELIC (já proporcionando R\$ 26 milhões de receitas financeiras acumuladas).



Fábrica da Tronox na Bahia – município de Camaçari

Por fim, a empresa comunicou que os problemas no fornecimento por parte da Paranapanema vêm sendo equacionados, ao celebrar contrato que estabelece a entrega de 69,5 mil toneladas de ácido sulfúrico durante o 2S22. Esse volume representa 40% da demanda anual da Tronox Brasil para operar em plena carga – ou seja, produzir 50 mil toneladas de dióxido de titânio. A normalização vem em um bom momento: o cenário de preços continua favorável, dada a dificuldade de a China exportar  $TiO_2$  e custos em ascensão (gás, energia, gás natural, cloro, coque, ácido sulfúrico, logística, minério de titânio).

A demanda por  $TiO_2$  continua positiva, já que o Brasil importa entre 65% e 75% do consumo interno, e na América do Sul apenas a Tronox o produz para inúmeras aplicações, com destaque para tintas e plásticos. A empresa investe para desgargalar sua produção – e quando conseguir, a produção (capacidade nominal) poderá atingir entre 60 mil t e 70 mil t (volume licenciado pelo IBAMA e com incentivos fiscais equivalentes a 75% do Imposto de Renda), ante 45 a 50 mil ton. que é o ritmo anual atual. A Tronox também busca reduzir custos com ações globais promovidas pela controladora (maior empresa integrada do mundo) e novos produtos de maior valor agregado. Poderá mesmo investir em uma nova mina de ilmenita (fonte de titânio) ou em uma nova planta de grande porte. Mas não vemos isso no curto prazo: neste, vemos redução de custos e aumento da capacidade entre 20% e 40% em dois a três anos. A tese de investimento continua intacta, com nossa visão de longo prazo e os problemas conjunturais devendo ser equacionados no 4T22 e ultrapassados em 2023, já numa dinâmica positiva de preços e custos em queda, solucionado o problema do ácido sulfúrico. No médio a longo prazo, a Unigel, também localizada em Camaçari, poderá ser um fornecedor alternativo pois está investindo R\$ 500 milhões na produção de ácido sulfúrico, matéria prima para fertilizantes, novo produto da Unigel após arrendar a unidade da Petrobras que encontrava-se paralisada.

- **Tupy – valor de mercado: R\$ 3,95 bilhões**

O 2º trimestre da Tupy foi uma surpresa positiva – incluindo uma possível mudança de patamar nos resultados futuros. Com restrições na cadeia de produção, ainda assim entregou resultados recordes: lucro líquido de R\$ 180 milhões entre abril e junho, e R\$ 254 milhões no semestre.

O mercado não enxerga nem com lupa o potencial de crescimento dessa companhia. Anualizado o desempenho no 2T22 e somado este à MWM (receita de 2021 e que não considera o crescimento de 2022), fecharia o ano proforma com receita de R\$ 12,5 bilhões. Considerando a margem líquida de 7% dos últimos resultados, chega-se a quase R\$ 900 milhões de lucro líquido. Mas este seria apenas o início do que vem pela frente.

Este simples exercício está muito distante do potencial da Tupy. Diversos serão os fatores para dinamizar e expandir suas margens e crescimento das receitas. E a conta ainda tem de considerar o uso da capacidade atual, 75% (10 pontos de percentuais inferior ao pré-pandemia), com diversos ganhos de produtividade, sinergias e agregação de valor a caminho, além da maximização do uso de cada unidade fabril, aproveitando oportunidade de custos, logística, escala e demandas que se modificam ao longo do tempo. A Tupy deverá ainda ampliar capacidade de usinagem e CGI (tecnologia *compact graphite iron*), sem contar as sinergias com a Teksid (agora Tupy-MG) que praticamente não estão espelhadas nos resultados, pois estão apenas no início. São agora 5 plantas em operação (duas no México e no Brasil e uma em Aveiro, Portugal): não só haverá mais produtividade como será possível decidir o que e onde produzir, visando o maior retorno possível.

O mercado ficará surpreso com a rentabilidade futura da Tupy-MG: usa 50% de gusa líquido produzido a 14 km de distância da planta em Betim; como fica ao lado da Fiat, há muita sucata disponível; e por estar perto do centro “guseiro”, siderúrgico de MG e de processadoras de aço, também há muita sucata “nobre” disponível. Equipamentos da planta em Mauá (fechada há anos) estão a caminho de Betim – mais produtividade à vista e sem necessidade de investimentos em equipamentos. O ROIC (sigla em inglês que representa o retorno sobre o capital investido) e margens operacional e líquida devem melhorar a cada trimestre. Além disso, ocorrerá uma desalavancagem progressiva – devido ao crescimento da geração operacional de caixa e ao menor uso de capital de giro, com a redução do prazo do ciclo operacional. Nada disso parece entrar no radar do mercado. Ótimo para a Trígono. Arbitrar as ineficiências de mercado é o que mais gostamos de fazer, e felizmente, conseguindo e com bons resultados.

Mais ainda: este parece ter ignorado o valor da MWM, adquirida por R\$ 865 milhões – e com apenas o múltiplo 4X EV/EBITDA, sem dívidas. Essa é a cereja do bolo e poderá até ofuscar o excelente negócio relacionado à Teksid. Recentemente a norte-americana Cummins (cliente da Tupy) pagou 8x EV/EBITDA na Meritor (líder global em soluções de *drivetrain*, mobilidade, frenagem, *aftermarket* e *powertrain* elétrico para veículos comerciais), um negócio de US\$ 4,3 bilhões. Ou seja, mais do que o dobro do múltiplo pago pela MWM – lembrando que os números desta atualmente já devem superar com folga aqueles do momento da transação (base 2021 e vários dos novos negócios em andamento na MWM não foram considerados no valor da transação). Como a Tupy é uma multinacional brasileira, uma das maiores do país no segmento industrial, e antes da aquisição da MWM, com 80% das receitas no exterior, em moeda forte, acreditamos que a empresa deveria ser analisada e avaliada com múltiplos mais próximos ao mercado de capitais norte-americano, com risco inferior ao mercado brasileiro.

O mesmo múltiplo (8x) do EBITDA representaria R\$ 900 milhões a mais de EV descontando o valor da conta. Isso implica em um *upside* potencial adicional de 24% na Tupy (R\$ 6,25 a mais na ação). Apenas por expansão de múltiplos – e sem considerar o que ainda o que vem (com força) por aí, como o negócio de motores, que são o que a MWM faz de melhor. Ainda mais que tais motores virão na modalidade de combustível de biometano (com extraordinários benefícios ambientais) e outros investimentos no segmento de embarcações, equipamentos com energia fotovoltaica, biogás, geradores de energia e outros negócios no radar. Com a Tupy como acionista e sem as amarras impostas pelo Navistar, a MWM dará um salto em crescimento orgânico e novos negócios, além de sinergias junto à Tupy nas plantas de Joinville e Betim.

O crescimento da MWM nos próximos anos deve ser relevante. Dentro do Grupo Traton (VW, MAN, Navistar e Scania), a companhia não tinha autonomia para avançar nas frentes que gostaria – descarbonização a partir do biogás e biometano, grupo geradores e venda de equipamentos para locadoras. E havia o desconforto de clientes potenciais da MWM em desenvolver motores com uma empresa ligada a concorrentes (caso da Traton). Por exemplo, desenvolver um novo motor junto com a Volvo, tendo a Scania como empresa ligada. Agora, 100% independente, aumenta muito o potencial de penetração junto às demais montadoras (inclusive no exterior), destacando que a MAN/VW são importantes clientes.

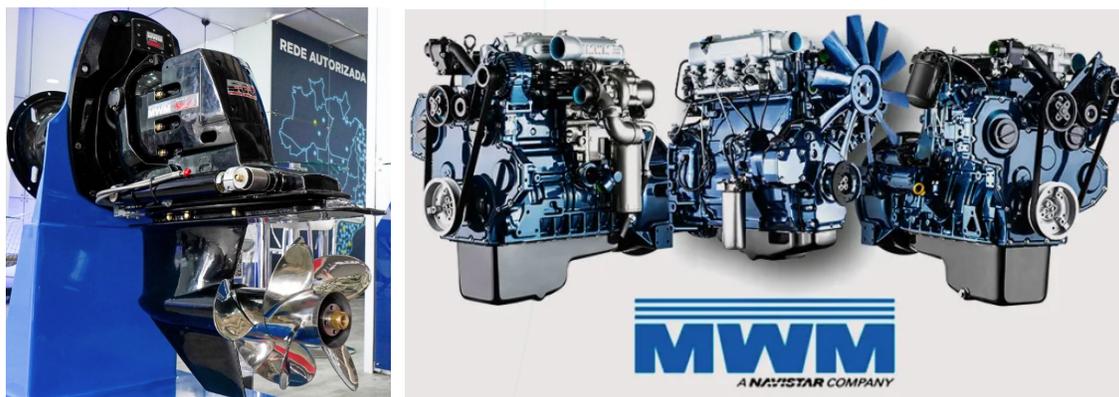
Segundo a Abiogás, o Brasil tem potencial para produzir 120 milhões de m<sup>3</sup> de biogás por dia – volume equivalente a 70% do consumo de diesel no país. O potencial energético do biometano (a partir de resíduos da agropecuária e de lixo urbano), por sua vez, equivale a 30% do consumo energético do país. Eis aí a economia circular no seu melhor, e a custo muito inferior ao do diesel.

A Tupy já sinalizou intenção de liberar investimentos para que a MWM avance nos novos negócios de alto valor agregado – o que vinha sendo estrangulado pela negativa da Navistar. A exemplo do Grupo Stellantis com o propósito de vender a Teksid, e da Navistar em relação a MWM, os investimentos e novos projetos estavam congelados.

Concluindo: os problemas na Europa podem redirecionar a produção das montadoras para o Brasil, de componentes a motores completos. A demanda segue muito aquecida: o *backlog* de caminhões pesados atinge picos no mundo ocidental. No Brasil, essa demanda continuará forte por muito tempo: o Moderfrota (principal linha de investimentos do Plano Safra) se esgotou em tempo recorde, e o Renovar (Programa de Aumento da Produtividade da Frota Rodoviária no País), recém-sancionado, será um excelente *driver*, ao incentivar a troca de caminhões com mais de 30 anos e por veículos novos. Atualmente rodam no Brasil cerca de 3,5 milhões de caminhões, dos quais 910 mil com mais de 30 anos, ou seja, sucatas ambulantes com graves danos ao meio ambiente e segurança do tráfego em rodovias e urbano.



Há também um enorme potencial nos Estados Unidos, com todo o investimento em infraestrutura a caminho por lá (US\$ 1,1 trilhão, coisa aí de mais da metade do PIB brasileiro), e com a substituição das importações decorrente do chamado Nafta 2.0 (tratado de 2018 assinado por EUA, México e Canadá em substituição ao antigo Nafta, de 1994), pegando as plantas da Tupy no México como principais fornecedoras. Com isso, o índice de nacionalização de componentes deverá ser no mínimo 70% no bloco econômico até 2027, ante 60% atualmente.



Também há outro trilhão vindo aí da China, além de investimentos da Europa e do Japão (que podem mesmo chegar a isso). O próprio Brasil deve ver investimentos privados da ordem de R\$ 900 bilhões em infraestrutura nos próximos 10 anos. Todos esses investimentos têm cara, cor e jeito de Tupy/MWM na veia. O mercado parece ignorar isso totalmente – pelo quê, somos bastante gratos. Estão mais interessados qual será a SELIC e precificar os ativos de renda variável como se as taxas de juros permanecerão na alturas eternamente e avaliar as empresas sempre pelo retrovisor.

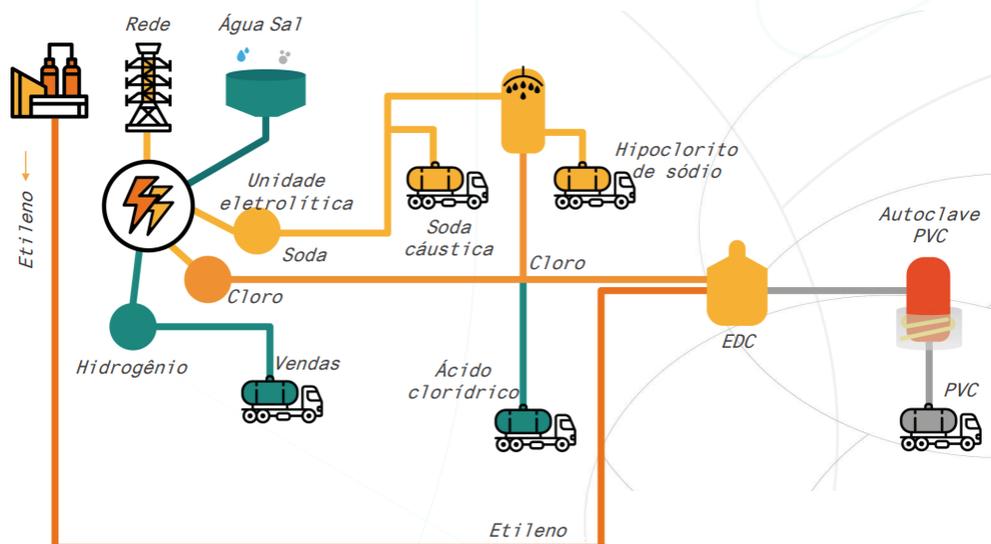
- **Unipar – valor de mercado: R\$ 10,7 bilhões.**

Outra importante empresa eletrointensiva de nossa carteira, a Unipar é uma rara combinação de crescimento, geração de caixa e excelentes dividendos. Só nos últimos 18 meses foram distribuídos R\$ 2,2 bilhões de proventos aos investidores (ou quase 22% do valor de mercado em agosto). Os preços favoráveis de cloro, PVC e especialmente soda cáustica continuaram a ditar o ritmo dos resultados (lucro de R\$ 988 milhões no 1S22, alta de 87% sobre um ano antes). Seus clientes de soda cáustica continuam com margens favoráveis, sustentando os níveis elevados de preços. A Olin (par comparável listado na

bolsa americana) havia antecipado o aumento de preços da soda para o 3T22; desde janeiro de 2021, estes subiram 236%, ou seja, mais que triplicaram em dólar.

Atualmente, varia entre 85% e 90% a utilização da capacidade instalada das três plantas (uma na Argentina), e já se especula qual será o próximo movimento para expandi-la. Em junho começou a construção de uma nova fábrica de cloro e soda em Camaçari (BA), mas com volume ainda pequeno – 2% da capacidade atual (poderá ser expandido no futuro). A empresa já sinalizou interesse na compra de ativos da Braskem no Polo Petroquímico do ABC (ex-Petroquímica União).

Aqui cabe um parêntese importante. A PQU (como era conhecida a Petroquímica União) foi fundada em 1969, por Walter Moreira Salles (fundador do Unibanco), Grupo Soares Sampaio (avô do acionista controlador da Unipar – Frank Geyer), Grupo Ultra e Petroquisa (subsidiária da Petrobras). Hoje é uma unidade da Braskem e produz itens como o eteno (uma das matérias-primas do PVC) fornecido à Unipar. A aquisição seria um desejo antigo de Frank Geyer, membro da família fundadora, trazendo para dentro da Unipar, um negócio fundado pelo seu avô.



Para completar, o Novo Marco do Saneamento aparece como outra grande oportunidade. A universalização das redes de água e esgoto deve ampliar a demanda por cloro em cerca de 700 mil toneladas (a Unipar tem capacidade de 515 mil ton. de cloro no Brasil e 165 mil ton. na Argentina). Hoje, a Sabesp compra quase todo o cloro (e derivados) que usa da Unipar – e mesmo assim, isso representa apenas 10% da oferta de cloro da companhia.

Ganhos de competitividades são esperados: até 2024, cerca de 80% do consumo de energia da empresa virá de fontes renováveis e autoprodução. Essa mudança começou já neste ano, em parceria com a AES no parque eólico de Cajuína (no Rio Grande do Norte).

A perspectiva para a soda cáustica também é excelente – uma vez que é insumo em vários usos industriais (alumínio inclusive), para itens de limpeza (sabões), neutralização de agentes de poluição, desobstrução de canos, remoção de graxas e gorduras etc. O mesmo para o PVC, amplamente utilizado em construção, recipientes e embalagens, autopeças etc.

O Brasil, e em particular a Unipar, têm escapado do impacto de custos da energia que vem sendo sentido por vários países produtores do complexo soda-cloro. Esse efeito custo e a escassez do produto acabam indo para os preços e sendo repassados aos consumidores (sem esquecer que o cloro é um produto de logística cara e complicada). Acreditamos que a conjuntura favorável de mercado permanecerá por um longo tempo, e que a Unipar estará sujeita a eventos, como aquisições, novos investimentos ou mesmo ser alvo de aquisição de seu controle (o Fundo Apollo fez recentemente uma tentativa nesse sentido).

- **Ferbasa – valor de mercado: R\$ 4,8 bilhões.**

Como mostrado na tabela na parte inicial desta seção, o trimestre foi o melhor da história da Ferbasa – e mais um ano recorde se aproxima. No 1º semestre deste ano, o lucro líquido atingiu R\$ 633 milhões; para comparação, todo o ano de 2021 gerou um lucro líquido de R\$ 643 milhões (este já sendo um resultado recorde). O trimestre passado se beneficiou do bom momento dos preços das ferroligas FeCr (ferro-cromo) e FeSi75% (ferro-silício), que impulsionaram a receita para R\$ 918 milhões, na quinta alta trimestral consecutiva. Lembremos que os preços do FeSi75% HP (*high purity* – alta pureza) foram renovados no início de abril com clientes japoneses (principal mercado deste produto para a Ferbasa), partindo de uma base muito acima da que se viu no ano anterior – e que vão perdurar até abril de 2023.

Apesar da perda de fôlego nos últimos meses, o patamar atual é muito superior ao preço médio praticado em 2021. A nosso ver, quedas abruptas são improváveis: sendo que eletrointensivos, FeCr e FeSi75% estão sob grande pressão de custos no mundo todo (mais sobre a situação energética global foi comentado, anteriormente).

A produção de FeSi75% está sendo severamente impactada na Europa, com a paralisação total da FerroGlobe (uma importante produtora do insumo) na Espanha, devido aos altos preços de energia. Quanto ao FeCr, algumas fábricas pararam ou reduziram a produção na Europa, China e África do Sul (cuja situação também já comentamos mais acima). Mesmo a finlandesa Outokumpo – única empresa no mundo 100% integrada do minério de cromo, FeCr e aço inox – sofre com a crise energética (devido ao gás russo em falta e custo da energia). A norueguesa Elkem (produtora de FeSi75%), por sua vez, está protegida por contratos de energia de longo prazo, mas sofre com custos de coque e logísticos. A Rússia é o 2º maior exportador mundial de FeSi75% e o líder em FeCr BC (baixo carbono), produto especial cujo preço disparou em relação ao do AC (alto carbono). A Ferbasa produz os dois, e tem se beneficiado especialmente dos preços elevados do baixo carbono.

Ainda sobre a África do Sul: sindicatos de diversos setores econômicos do país ameaçam greve. O Numsa (dos metalúrgicos), por exemplo, pediu aumento salarial na ordem de 15%; a proposta da empresa é de 6%. Se persistirem os problemas energéticos e logísticos do país (que é o segundo maior produtor mundial de FeCr e o maior exportador – com a China absorvendo mais de 70% do produto sul-africano), sua presença no mercado internacional poderá ser reduzida.

Até onde vemos, toda essa tempestade no mercado de FeCr e FeSi75 vai coincidir com o período de negociação dos preços para o 4T22 no final de setembro, o que pode ajudar na manutenção de bons patamares de preços, mas dada a turbulência no mercado e dificuldades no mercado europeu, o prognóstico é difícil. O mercado enfraquecido do aço inox, sobretudo na Europa, pode jogar em sentido

contrário em relação aos preços. Mas os sul africanos pressionarão para melhorá-los, dada a situação complicada de custos, especialmente energética, coque, laboral e logística. Há muitas bolas quicando – leia-se: muitas variáveis em jogo. Falando em bolas e jogo, como teria dito o jogador de baseball/filósofo Yogi Berra: é difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro.

Enquanto diversos produtores mundiais “brigam” por energia, por aqui a temos de sobra. A Ferbasa contratou recentemente 29,5 MW adicionais junto à CHESF (Companhia Hidro Elétrica do São Francisco) para este ano e 10 MW para 2023. Esta carga de energia ficou disponível após o fim das atividades de um grande consumidor na região, Vale, que atuava na produção de ferroligas. Fica como um seguro contra qualquer estresse ou crise hídrica que possam afetar os preços da energia até o fim de 2023. Com o benefício-bônus de tornar a Ferbasa superavitária em energia até 2028 – uma vez que em 2024 começa a produção de 80 MW de energia eólica em parceria com a AES.

Todo esse excesso de energia poderá ser usado em novo forno de FeSi75% (em estudos), ou substituir a energia suprida pela CHESF. Ou mesmo ser vendida no mercado livre. Opções energéticas para a Ferbasa, como se vê, não faltam, além da opção seguro.

Ao fim do 2T22, a estrutura de capital da empresa se encontrava muito sólida, com caixa líquido de R\$ 760 milhões (cerca de 16,5% de seu valor de mercado no fim de agosto). **No semestre, a distribuição de proventos totalizou R\$ 213 milhões, e mesmo assim o incremento no caixa líquido foi de R\$ 358 milhões. Anualizada, essa geração de caixa passa de R\$ 1 bilhão (coisa de 22% do valor de mercado).** E já estão anunciados R\$ 80 milhões de JCP/dividendos antecipados (a serem pagos no próximo dia 29). Com isso, só neste ano, os proventos distribuídos e antecipados somam R\$ 293 milhões (6,1% do valor de mercado em agosto). E ainda temos todo o segundo semestre adiante em proventos (parte a serem antecipados neste ano, parte em 2023 após deliberação em AGO).

A pergunta que fica é: para onde vai todo este caixa? Nossa expectativa: no aumento de capacidade para ferroligas (FeSi75%) e em energia – que permita migrar para a autoprodução. São vários os projetos estratégicos que podem sair da gaveta: sair do horário de ponta (incremento de 10% na capacidade sem necessidade de novos fornos); novos fornos; investimento em carvão na Colômbia; e uma nova *casting machine*, que ampliará em 20 mil toneladas a produção de FeSi75% HP (com um investimento de apenas R\$12 milhões, com produção comercial a partir de janeiro de 2023). No horário de ponta, as empresas inseridas no mercado regulado sofrem um forte adicional de encargos regulatórios entre as 17-20 hs, de segunda a sexta-feira, inviabilizando a produção de eletrointensivos. Como autoprodutor, encerrando o contrato com a CHESF (mediante aviso prévio), a Ferbasa poderia utilizar 100% da capacidade e que implica em 10% de aumento de capacidade, sem investimentos em fornos, “ganhando” estas três horas adicionais ao longo da semana.

Se nos perguntassem, diríamos que o investimento mais importante, estratégica e economicamente, seria em geração de energia eólica (e talvez até fotovoltaica), tirando a CHESF da cena. Sair do mercado regulado, e do horário de ponta, traria um ganho de 30 mil toneladas de capacidade, e redução significativa do custo da energia por KW/h. A despesa de energia hoje com a CHESF seria convertida em investimento em energia própria, e com incentivos fiscais (dada a redução de 75% no Imposto de Renda concedido na região da SUDENE e vinculado a investimentos regionais). A empresa avalia diversas alternativas para este investimento e poderia também estar associada à construção de um novo forno de FeSi75%. A Ferbasa desfruta desta condição incentivada de poder investir com recursos que seriam usados para pagamento de Imposto de Renda. Poucos analistas ou mesmo investidores veem isso. Que

pena para eles. Além de substituir despesa em energia, por investimento em energia própria como autoprodutora.

Com todos os problemas energéticos e ambientais na Europa, a Aperam (talvez a mais sustentável empresa do setor siderúrgico do planeta) poderá ampliar seus investimentos no Brasil, na nossa avaliação. A Aperam (negócio de inox e aços elétricos do grupo ArcelorMittal) brasileira opera com 100% da capacidade, utilizando uma produção de 900 mil toneladas de aço bruto – com 100% de sucata como carga metálica, biorredutor próprio (através de florestas de eucaliptos próprias) e energia hidrelétrica/eólica, convertidos em 350 mil t de aço inox (100% FeCr fornecidos pelo Ferbasa) e 230 mil t de aço elétrico, que utiliza FeSi75% HP (da Minas Ligas). O HP da Ferbasa, no entanto, é todo exportado. Caso a Aperam venha a investir em um novo laminador e incrementar a produção de inox e aços elétricos, a Ferbasa seria o fornecedor do FeCr adicional e poderia eventualmente ser também do FeSi75% HP. Aços elétricos são usados em eficiência elétrica, algo que o mundo mais precisa neste momento, utilizado em motores, veículos elétricos e híbridos, geradores, transformadores e uma infinidade de produtos relacionados à produção, distribuição e consumo de energia elétrica, sendo a WEG uma dessas empresas.

S&E SOUTH AMERICA



## A Resilient, Profitable Business with Substantial Development Potential

A Aperam tem no Brasil sua unidade mais rentável. A empresa tem plantas na França e na Bélgica capazes de produzir 2 milhões de toneladas, e mesmo assim, a planta de Timóteo (MG), com suas 900 mil t, deve estar gerando neste ano mais de 50% do EBITDA do Grupo (já foram 40% em 2021), e entregando um produto “verde” (enquanto na Europa usam gás natural, coque e energia termoeletrica).

S&E SOUTH AMERICA GROWTH



## Brazil offers ample opportunity for both cyclical and structural growth

Tendo cerca de 3 milhões de toneladas anuais de capacidade de produção de aço inox sido suspensas na Europa recentemente (custos, gás, energia elétrica – já tratamos disso mais acima), seguimos otimistas em relação aos preços do FeCr e FeSi75% no médio e longo prazo, pois mesmo produzindo menos inox, o produto será consumido na Europa e produzido em algum lugar. No momento apenas China e Indonésia são possíveis exportadores, mas o Brasil tem amplas possibilidades de aumentar sua presença no mercado global, e único produtor na América do Sul.

S&E SOUTH AMERICA ASSETS



## Our Brazil Footprint is Unique - Flexibly Switches Between Products and Markets to Maximize Profitability

Para complementar, não se descarta proximamente a possibilidade de aprovar-se bonificação e desdobramento das ações, pautas constantes junto ao Conselho de Administração, nem as expectativas em relação a novos investimentos estratégicos.

- **Kepler Weber – valor de mercado: R\$ 1,9 bilhões**

Na última resenha chegamos a comentar rapidamente os resultados do 2T22 da Kepler Weber. Para não passar em branco, revisitemos esses resultados.

Assim como a Ferbasa, a KW entregou no 1º semestre resultados (R\$ 158 milhões de lucro líquido) equivalentes a todo 2021 (R\$ 160 milhões). A carteira de pedidos segue robusta, com mais de 280 obras em execução, e vários projetos fechados no trimestre passado (seis deles superam R\$ 100 milhões) que ainda não entraram nos resultados. Sem contar também com o PCA (Programas de Construção e Reformas de Silos e Armazéns), de R\$ 5,1 bilhões – dentro dos R\$ 34,1 bilhões destinados ao Plano Safra 2022/23, que deve começar a fluir a partir de setembro. Com projetos já adequados ao PCA, os clientes da KW deverão rapidamente utilizar tais recursos com condições de financiamento muito vantajosas, “turbinando” os pedidos junto à empresa e fechando sua carteira de pedidos neste ano e início do ano que vem.

As projeções para o agronegócio brasileiro nos próximos 10 anos são as melhores possíveis. Até 2032, a produção de grãos deve subir de 300 milhões de toneladas para 600 milhões. Coisa de 6,5% de crescimento anual. Nossa agricultura, assim, deverá superar com folga o crescimento da China – e superar em pelo menos 2 vezes o crescimento do PIB brasileiro.

Nossa questão aqui é a seguinte: de onde virá capacidade para processar, estocar e escoar tudo isso? Hoje existe um déficit de capacidade estática de 100 milhões de toneladas (diferença entre a produção anual e armazenamento de grãos). A FAO (Organização das Nações Unidas para a Alimentação) recomenda que, para segurança alimentar, os países tenham capacidade de armazenagem de grãos equivalente a 1,2x a produção ou consumo. No Brasil estamos com apenas 67%, ou pouco mais da metade do recomendado.

A situação de armazenagem atual já é bem delicada. Na última safrinha, não faltaram imagens de grãos sendo estocados a céu aberto, expostos a tudo. Cabe destacar que as colheitas ocorrem em três ou quatro meses (safra e safrinha), e o consumo e exportações se dão em 12 meses. E grande parte dos grãos são armazenados ou sofrem transbordo em diversos locais, desde o campo até o porto ou seu processamento. Este gap temporal e logístico precisa ser ocupado por silos e armazéns, além da correta guarda contra umidade e intempéries.



Isso afeta diretamente o bolso do produtor, principalmente num cenário em que os custos agrícolas apertam. Investir em armazenagem será cada vez mais primordial para a prosperidade dos produtores. Silos são elementos de guarda e de qualidade: garantia de umidade adequada; proteção contra ataques de pragas e fungos; contra fermentação (que pode levar até a incêndios); manutenção da limpeza; e facilidade de transbordo, na logística.

Destacamos a evolução das receitas:

- alta de 67% no 1S22 sobre 1S21;
- alta de 345% no EBITDA, para R\$ 241 milhões (margem de 30,2%);
- alta de 430% no lucro líquido, para R\$ 154 milhões (margem de 19,3%).

Em junho, a KW tinha R\$ 271 milhões em caixa; deduzidos financiamentos de R\$ 160 milhões (R\$ 80 milhões no longo prazo), a posição líquida de caixa fica em R\$ 111 milhões. Em 2021, a empresa distribuiu aos acionistas R\$ 376 milhões em proventos (quase 20% do valor de mercado em agosto), sendo R\$ 279 milhões em restituição de capital e R\$ 97 milhões em dividendos/JCP. E ainda assim mantém uma confortável posição de caixa.

A posição de estoques (a valor de custo, principalmente aço) em junho era de R\$ 378 milhões, tendo em contrapartida R\$ 104 milhões de fornecedores e R\$ 310 milhões de adiantamento de clientes, ou seja, financiado sem custos, fato que favorece sobremaneira o custo e o retorno do capital investido, pela baixa necessidade de capital de giro e recursos para financiá-lo.

As quedas recentes do aço ainda não foram capturadas nos resultados da Kepler – a empresa elevou seus preços antes do produto ser reajustado para baixo, o que significa reposição dos estoques em condições favoráveis. Esperamos neste 2º semestre uma melhora na margem decorrente da queda do preço do insumo – pelo fato de 50% do custo vir do aço. A companhia desfruta da vantagem de escala, uma vez que consegue comprar diretamente das usinas (Usiminas e ArcelorMittal), enquanto os concorrentes precisam comprar de distribuidores (que cobram mais caro e reajustam preços

imediatamente). Ou seja, o preço do aço é mais baixo para a Kepler, que cobra preços superiores aos concorrentes pela força da marca, presença nacional e tempo de resposta aos pedidos e execução.

Outro destaque foi a aquisição de 50% + uma cota da Procer, líder no Brasil em soluções tecnológicas para monitoramento de silos em tempo real e gerenciamento pós-colheita, com enorme potencial de crescimento, além da modernização de silos existentes no país.

Seguimos confiantes com essa tese, que a nosso ver é estrutural no longo prazo pelo crescimento da produção de grãos e enorme déficit presente, estimada em 100 milhões de ton. Um silo custa aproximadamente R\$ 800/ton de capacidade, sendo que 50% relacionado aos produtos da KW e a outra metade em obras civis. Ou seja, existe uma necessidade de investimentos estruturais de R\$ 80 bilhões, sendo 50% endereçados à KW. Com 40% de presença no mercado (demais concorrentes como menos de 10% individualmente), significa R\$ 32 bilhões de mercado potencial apenas para cobrir o déficit. Se considerarmos o crescimento da produção de grãos de 300 milhões de ton em dez anos, usando o mesmo cálculo, mas apenas com 75% de capacidade adicional de silos, o mercado potencial anual é de R\$ 3,6 bilhões, ou mais de 50% acima da receita anual da KW, e sem considerar o sucateamento das 200 milhões de ton de capacidade existente no país e as exportações, notadamente para o mercado sul americano e africano que padecem dos mesmos déficits e serão complementares ao Brasil na produção de grãos para o mundo e para consumo próprio.

Há também potenciais eventos positivos – como a volta do programa de recompra de ações (até 10% do capital total), temporariamente suspenso, e mesmo a possibilidade de evoluir em termos de governança (migrar para o Novo Mercado, por exemplo) – que, se concretizados, destravarão valor das ações, e trazendo mais liquidez, atraindo atenção num setor cada vez mais no radar de investidores estrangeiros e locais, ou mesmo uma oferta para aquisição do controle, como já ocorreu seis anos atrás, mas não aprovado pelos minoritários.

- **Metal Leve – valor de mercado: R\$ 3,2 bilhões**

Em mais um semestre desafiador para o setor automotivo de veículos novos, a Metal Leve conseguiu provar sua resiliência e se posicionar para capturar oportunidades – as que surgiram e as que vêm por aí. Ao fim do 1S22, a receita avançou 11%, para R\$ 1,9 bilhão. O *aftermarket* (peças para reposição) deu uma contribuição substancial, avançando 23,6%, mesmo com impacto negativo da variação cambial, que já representa 40% da receita total (o real se valorizou frente ao dólar, trazendo menos receitas).

A relevância maior do *aftermarket* (reposição), especialmente em veículos comerciais, sustenta margens em níveis elevados, mesmo com custos dos metais pressionando. Tais custos, no entanto, vêm sendo repassados imediatamente no segmento de *aftermarket* e às montadoras entre 3 e 6 meses, por cláusulas contratuais, ao mesmo tempo que os metais (cobre, alumínio, níquel, entre outros) já apresentaram quedas expressivas nos preços. Isso se traduzirá em margens maiores, até que os contratos recoloquem preços e custos em equilíbrio, com margens mais favoráveis à empresa, além do crescimento do volume de vendas no segundo semestre.

O lucro líquido da primeira metade do ano foi de R\$ 238 milhões, praticamente estável (+2%) ano contra ano, o que representa um múltiplo P/L anualizado de apenas 6,7x, anualizado. No entanto, cabe destacar que no 1S21 a empresa reportou um ganho tributário (ressarcimento de PIS/Cofins entre 2015-17) de

R\$ 89 milhões e uma taxa cambial média de R\$ 5,38/US\$ 1. No mesmo período deste ano, essa taxa cambial média ficou em R\$ 5,08/US\$ 1 e não houve ganho tributário. A taxa de câmbio menos favorável reduziu a lucratividade das exportações (que representaram 39% das receitas no período), mas também amorteceu a alta dos preços dos metais que serão repostos, precificados em moeda estrangeira.

O ganho tributário diz respeito a um período muito curto, e ainda a maior parte será indenizada. Além disso, o STF pacificou a questão da correção monetária desses créditos: ela fica isenta de Imposto de Renda, e quanto mais antigos os créditos, maior a correção monetária dos mesmos, ou seja, esta correção monetária não será tributada, apenas o ganho do valor histórico. Outras questões de natureza indenizatória, como créditos dos empréstimos compulsórios da Eletrobras, ainda não foram contabilizadas, por estarem em fase pericial do valor. Como a empresa tem por prática distribuir 95% do lucro contábil, tais créditos serão compartilhados com os acionistas, acreditamos.

Os problemas da Europa devem fazer a produção encontrar o caminho para o Brasil. O Grupo Mahle busca priorizar unidades com capacidade ociosa e custos competitivos. Isso nós temos aqui. O Brasil é um dos poucos mercados da Mahle em que há tendências positivas e com enorme *aftermarket* de veículos comerciais de idade muito avançada ainda em circulação. Há muita demanda, portanto, por manutenção e substituição de componentes (como os da Metal Leve). Quanto maior e mais velha a frota, maior a demanda potencial para seus produtos.

Os contratos no Mercado de Equipamentos Originais (EOM) têm de ser atendidos, e quando a produção está prejudicada, assim como dos concorrentes, ou do próprio Grupo Mahle, precisam cortar fornecimento de peças e componentes ao *aftermarket*. Essa fatia tende a sobrar para a Metal Leve. O Brasil (7º maior mercado mundial) possui capacidade instalada para produzir entre 4,5 milhões e 5 milhões de veículos por ano. Os números dos últimos anos evidenciam o potencial do mercado brasileiro para crescer: foram 3,4 milhões de veículos produzidos em média anualmente entre 2010 e 2012, com pico de 3,7 milhões em 2013. Em 2021 foram produzidas apenas 2,25 milhões de unidades. Em 2017 exportamos 785 mil unidades e apenas 384 mil em 2021.

No 1S22, o Brasil produziu apenas 1,09 milhão de unidades e exportou 246 mil. Tais números demonstram o enorme potencial de crescimento na produção e exportação de veículos – neste caso, substituindo as montadoras asiáticas na América Latina e outros mercados que consomem veículos compactos, substituindo exportações europeias estranguladas pelos diversos problemas no continente. Para a Metal Leve, portanto, existe um amplo espaço de crescimento junto às montadoras, e *aftermarket* no país devido ao envelhecimento e crescimento da frota, e no mercado internacional, notadamente pesados na América Latina.

Mesmo com todos os problemas de suprimentos, a produção de veículos leves e caminhões deve finalizar com patamares de produção em linha com 2021 (ou ligeiramente acima), o que implica em produção mais forte neste segundo semestre.

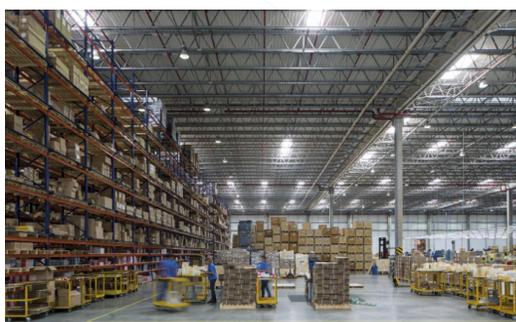
Os EUA têm mostrado recuperação de mercado (+5,2%), e a Europa, até junho, retração (-11,4%). O nível de produção atual no Brasil ainda está abaixo do visto em 2019 – mas em julho foram produzidas 219 mil unidades no país, crescimento de 33% sobre julho de 2021 e de 20% sobre a média mensal do 1S22 e em agosto, 238 mil unidades, 8,7% superior a julho, mas 43,9% acima de agosto de 2021. O 3T22 exibirá um forte crescimento sobre 2021, tendo em conta que em setembro de 2021 foram produzidas apenas 173,3 mil unidades, 27% abaixo de agosto de 2022, que parece indicar o atual ritmo de produção da

indústria. No entanto, ainda com alguns ventos contrários, desde a falta de componentes, custos, juros elevados e menor disposição dos bancos em financiar os compradores de veículos com prazos mais longos. Estes ventos parecem estar mudando de direção.

Esses números indicam retomada da produção – que, assim como as vendas no mercado interno, deve ganhar impulso com a normalização gradativa do fornecimento de componentes e, mais à frente, a queda da inflação e dos juros (com um apetite maior dos bancos para financiar veículos) e estabilização dos preços dos veículos 0 km. A Metal Leve deverá ser diretamente favorecida, além do vigor do *aftermarket*. As menores margens deste segmento (OEMs) poderão ser compensadas pela queda nos preços dos metais e uma taxa de câmbio mais favorável às exportações e maior volume de produção, diluindo custos fixos e gerando ganhos de produtividade. Lembramos ainda a redução de 35% no IPI que será distribuído entre consumidores finais e cadeia de produção.

Com um grande mix de produtos e boa oportunidade em filtros (especialmente destinados aos novos modelos e maior rigor na legislação ambiental relacionada às emissões veiculares), a Metal Leve se beneficia do investimento em P&D da controladora e não precisa fazer fortes investimentos (R\$ 39 milhões no 1S22). E tem capacidade disponível, carecendo só de mais pessoal para produzir mais. Essa dinâmica permite distribuir ótimos proventos – somente na AGE deste ano foram aprovados R\$ 469 milhões em dividendos (14,6% de rendimento sobre o valor atual da empresa). E não para por aí: ainda há **R\$ 175 milhões provisionados na reserva especial, destinados exclusivamente a pagamento de dividendos e que em algum momento serão distribuídos, equivalente a 5,5% (yield) do preço da ação.**

Para finalizar, sobre as dúvidas, sempre pairando no ar, acerca da descarbonização e da ameaça dos veículos elétricos. Tais veículos, com preços até duas vezes maiores em relação aos similares com motores a combustão, não terão representatividade no Brasil. Digamos aí, uns 5%, voltados a consumidores de alta renda, que vão concorrer com veículos importados convencionais a preços similares, mas de desempenho e conforto incomparavelmente superiores. Ou seja, leva mais pelo mesmo preço, enquanto nos elétricos, pague dois, mas leve um. No Brasil, definitivamente a solução para descarbonizar veículos leves passará por novas tecnologias e eficiência energética e ambiental. Algumas montadoras já resolveram a questão com híbridos com etanol – e as principais já descartaram produzir veículos elétricos aqui, dada a escala incipiente deste mercado e as alternativas do etanol e híbridos que deverão ser a melhor alternativa. Na Toyota, líder mundial e a montadora que trouxe o híbrido Prius como grande novidade, a solução no Brasil é o híbrido a etanol, muito superior ao híbrido com gasolina e elétrico.



Produto da Mahle Metal Leve e novo Centro de Distribuição

Para os pesados, o principal movimento é tecnologia, renovação da frota e uso principalmente o biometano, mais barato e limpo que o gás natural, sem falar das grandes vantagens de custos e ambiental em relação ao diesel. Veículos elétricos comerciais talvez tenham alguma penetração em entregas urbanas, mas são totalmente antieconômicos dados os custos de aquisição e reposição de baterias. Sem falar que o valor comercial de elétricos usados tende a zero e inexistência de mercado de baterias para reposição. Mesmo o preço da sucata (principal destino após a curta vida útil) não chega a ser atraente. Destacamos que a controladora Mahle já atua em todos os segmentos relacionados a eletrificação de veículos, inclusive motores.

Híbridos a etanol – que também utilizam motores a combustão – são uma hipótese mais viável no Brasil e muito melhor em termos de emissões de CO<sub>2</sub> (da produção ao descarte). No ciclo completo, o próprio motor flex gera menos CO<sub>2</sub> que os elétricos. Ele já vem sendo implementado na Índia e em outros países, mercados muito promissores para a Metal Leve e para os fabricantes de motores no Brasil, que poderão atender tais mercados em suas fases iniciais, até que a escala permita fábricas de motores e componentes locais produzirem tais motores e peças para reposição.

A Metal Leve é uma das empresas listadas no Brasil com um dos maiores históricos de dividendos, tecnologia alinhada com o que há de mais moderno no mundo (por sua ligação umbilical com a Mahle) e com amplo espaço para crescimento, no Brasil e no mercado externo, notadamente no *aftermarket* sul-americano.

- **Positivo – valor de mercado: R\$ 1,65 bilhões.**

É nossa única investida no segmento ligado a tecnologia/consumo. O ano de 2022 deverá ser o melhor de sua história. Os resultados foram alavancados pelo segmento Corporativo, Urnas Eleitorais e Instituições Públicas, fruto de novos contratos e que juntos representam 80% das receitas. A Positivo está cada vez menos exposta ao varejo, com uma gama de negócios bem diversificada e com uma carteira já contratada bem relevante. Só em urnas eletrônicas para eleições, R\$ 1,2 bilhão foi acordado para 2023, com potencial de novos lotes serem licitados para as eleições de 2024 (muitas urnas antigas ainda estão em operação). A cada eleição, 1/3 das urnas é substituído, sendo assim um mercado cativo da Positivo. Apenas Butão e Paquistão usam urnas eletrônicas como no Brasil – que tem especificações técnicas únicas para os equipamentos. Portanto, o Brasil não é um mercado que atraia concorrência internacional – inclusive pelo *expertise* na Positivo neste produto e vantagens por produzir aqui.

Em Instituições Públicas, são mais de R\$ 2 bilhões em compras contratadas que serão entregues ainda neste ano. Sem contar que o *pipeline* de aquisições das Instituições Públicas se encontra em patamar recorde: R\$ 8,5 bilhões, ante R\$ 5,5 bilhões um ano antes. A Positivo participa de aproximadamente 50% dessas licitações, com 50% de taxa de sucesso – ou seja, ganham cerca de 25% do total. Com tais dados por base, o *pipeline* atual pode render mais R\$ 2 bi em receitas para os próximos anos.

O novo posicionamento da empresa em diversificar seus negócios está em fase de maturação, com outras linhas de negócios ganhando tração. Os celulares Infinix devem atingir seu potencial total apenas no 4º ano de operação, com expectativa de ficar com 5% a 7% de *market share*, em um mercado potencial de R\$ 55 bilhões, migrando para a tecnologia 5G, demandando novos aparelhos.

A divisão de Soluções de Pagamentos (maquininhas) teve um excelente trimestre, após o contrato de exclusividade com a Cielo se encerrar e o mercado se abrir para atender outros adquirentes. Uma maior demanda por máquinas mais inteligentes (mais intensa em tecnologia embarcada) deve impulsionar essa divisão nos próximos 5 anos, sem contar que os adquirentes têm contratado a Positivo para fazer a manutenção no portfólio de maquininhas.

Outro mercado de grande potencial é o de servidores corporativos, especialmente com a chegada da tecnologia 5G. A Positivo ganhou um grande contrato com a Petrobras, de R\$ 239 milhões, faturado no 2T22 para uso em um supercomputador – e novos contratos deverão acontecer. Com a tecnologia 5G, smartphones incompatíveis serão trocados – e os produtos da linha Infinix, com preços menores que os das marcas mais conhecidas (e caras, inacessíveis à maior parte dos consumidores brasileiros), atendem o mercado de menor renda com a mesma tecnologia. A linha Infinix é a mais consumida na Índia e é a 3ª maior na China, mercados mais próximos à realidade de poder aquisitivo do Brasil.



Todos estes fatores combinados são espelhados pelos resultados. No 1S22 a receita líquida ficou em R\$ 2,66 bilhões (alta de 82%); o EBITDA foi de R\$ 311 milhões (alta de 93,6%); e o lucro líquido ajustado, de R\$ 119 milhões (alta de 52,2%), impactado negativamente por fatores não recorrentes, como R\$ 40 milhões de despesas de *hedge* (enquanto no 1S21 houve ganho de R\$ 5 milhões). Olhando apenas o 2T22, o lucro líquido de R\$ 91 milhões representa crescimento de 75,6% sobre um ano antes – o que dá uma ideia melhor da tendência real dos resultados.

Para finalizar, a Positivo usa parte dos incentivos fiscais relacionados a suas receitas e destinados a P&D para também investir em *startups* (como faculta e legislação). Tais investimentos registrados apenas pelo valor contábil têm grande potencial de gerar valor no futuro, especialmente em casos de sucesso que levarão a IPOs. Um exemplo é a Hilab, que desenvolveu equipamentos para exames em farmácias para, por exemplo, coronavírus, gravidez, hemoglobina glicada, hipotireoidismo, PSA, perfil lipídico e vitamina D. A Hilab compete com laboratórios tradicionais com custos muito menores e entrega grande precisão e rapidez nos resultados dos exames.

## Reconhecimento da ONU e novas parcerias

Em 2016, a Positivo Informática investiu na Hilab, o que possibilitou o contínuo trabalho em novos projetos para humanizar e reinventar a tecnologia médica.

Nesse mesmo ano, fomos escolhidos pela ONU e a DNV GL Business Assurance, signatária do Pacto Global das Nações Unidas, como case no relatório “The Future of Spaceship Earth” para o terceiro objetivo global de desenvolvimento sustentável: Saúde e Bem-Estar.

O propósito da premiação era mostrar empresas que estavam criando tecnologias capazes de levar o planeta a cumprir os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Fomos a única empresa escolhida na América do Sul.

Só ela já tem talvez um potencial de valor equivalente à Positivo, mas sem qualquer tipo de precificação contábil a mercado. Há muitas outras investidas com grande potencial de gerar valor para a Positivo, mas, acreditamos, valorizada a zero pelo mercado, talvez por desconhecimento ou ceticismo. Mas um único caso de sucesso, um unicórnio, quem sabe, certamente atrairá a atenção para estes ativos intangíveis, mas de grande valor potencial que poderiam ser monetizados via IPOs e trazer seu valor de mercado para os resultados da Positivo.

- **São Martinho – valor de mercado: R\$ 10,4 bilhões.**

O primeiro trimestre da safra 2022/23 foi impactado por pressão de custos e clima adverso, reduzindo inicialmente em 10% a quantidade de cana processada. Este efeito não deve se repetir nos próximos períodos e pode mesmo ser parcialmente revertido, a depender do regime de chuvas ainda neste ciclo – e pela qualidade e tratos culturais conduzidos nos canaviais.

O custo caixa avançou 31% impactado pelos preços do diesel e de fertilizantes. Estes vêm cedendo nos últimos meses, trazendo um alívio, resta ver se momentâneo, ou permanente. Por outro lado, os preços favoráveis, do etanol principalmente, ajudaram a compensar, mas como os custos, os preços caíram com o petróleo e derivados como a gasolina.

Os impactos fiscais não foram sentidos neste 1T23 – isso só deve ocorrer a partir do próximo. Mas, neste mesmo momento, o *hedge* do açúcar fechado em R\$ 2.275/t (um aumento de 20,8% sobre o preço praticado no 1T23) compensará na outra ponta. Os preços do etanol no mercado externo e a demanda aquecida melhoram o mix de preços do carburante.

A São Martinho já anunciou que vai acelerar a exportação de etanol. O volume já avançou quase 4x na comparação anual, ao atender a demanda de etanol anidro do mercado europeu – no qual os preços

chegam a R\$ 4.000/m<sup>3</sup>, bem acima dos R\$2.900/m<sup>3</sup> vistos no mercado local no fim de agosto. No total devem vender 150 mil m<sup>3</sup> para exportação, equivalente a R\$ 600 milhões.

Já os CBIOs representaram uma receita de R\$ 40 milhões no período (ante R\$ 7,2 milhões no 1T22), outro bom alívio. Mesmo com um recuo na ordem de 50% na cotação do CBIO nas últimas semanas, o valor atual próximo de R\$100/CBIO é bem interessante para as sucroalcooleiras: a São Martinho gera 1,1 milhão de toneladas de CBIOs (R\$ 110 milhões potenciais) a custo praticamente zero (exceto pelos 15% de IR sobre as receitas).

A planta de etanol de milho entrará em operação em outubro deste ano. Todo o grão que será usado foi adquirido previamente, a preços competitivos. Esse projeto comporta uma segunda fase de investimentos, podendo duplicar a planta em Goiás. Mesmo com preços menos atrativos para o etanol, cerca de 20% das receitas são geradas pelo DDG (insumo para ração animal de alta qualidade, com cerca de 29% de proteína). Cada tonelada de milho processada produz cerca de 420 litros de etanol, 300 kg de DDG e 10 kg de óleo comestível, fato que minimiza o menor preço do etanol.

Apesar das ações terem sofrido desde que os impasses fiscais vieram à tona, até o momento a competitividade do etanol em relação à gasolina foi assegurada por lei. Estima-se que o impacto final após estes 6 meses finais de 2022 será de apenas R\$ 100/m<sup>3</sup>. A São Martinho pode se beneficiar indiretamente por ter uma capacidade de tancagem superior a muitos distribuidores (70% da produção anual do etanol). Das 400 empresas do setor, a maioria não tem capacidade de carregamento longo de estocagem do etanol – no máximo 1 mês e meio de produção. A baixa capacidade de tancagem e a necessidade de recursos financeiros para capital de giro as forçam a vender a produção na safra, pressionando os preços entre abril e dezembro, abrindo espaço para uma correção na entressafra de janeiro a março de 2023, último trimestre societário da São Martinho.

A produção de etanol de milho da São Martinho compartilha equipamentos do etanol de cana-de-açúcar e usa energia da biomassa gerada pela usina. Nas usinas de etanol de milho não consorciadas à cana, tais vantagens não existem, e não há a opção de produzir açúcar, tornando-as 100% expostas aos preços do etanol, e aos custos dos milho, exceto as vendas do DDGs.



A São Martinho vai aumentar a produção de energia elétrica com capacidade adicional de 200 MW em 2024. Destacamos ainda a possibilidade de a empresa investir na produção de biometano a partir dos resíduos industriais (vinhaça) e agrícola (palha), equivalente a 100% das suas necessidades de diesel (seu principal custo), tornando-a autossuficiente na produção do combustível. O biometano poderá ser também injetado na rede da Comgas como alternativa de uso. Até o final do ano a empresa definirá tais investimentos e tecnologia.

O maior desafio será a substituição dos veículos e/ou motores diesel pelos movidos a biometano – aí a MWM (adquirida pela Tupy) terá uma grande importância. Ao custo de R\$ 180 mil, a MWM substitui os motores diesel por novos, fabricados pela empresa já com tecnologia para biometano (não será uma mera adaptação), já com a troca de documentação incluída. O motor diesel poderá ser vendido, ou guardado para reequipar o veículo para sua venda posterior.

Acreditamos que o mercado não tenha precificado qualquer dessas potencialidades. O mercado só tem olhos para a queda de preços do etanol, motivada pela queda no preço da gasolina – que, por sua vez, seguiu o preço do petróleo em queda e a desoneração tributária (isso, mesmo o etanol mantém vantagem nessa frente). Entre 31 de maio e 31 de agosto, as ações da São Martinho caíram 35,5%, o que nos parece exagerado, ainda mais com tudo que está a caminho.

Sobre os resultados do 1T23, a empresa reportou crescimento de 29,2% nas receitas para R\$ 1,71 bilhões; de 27,2% no EBITDA ajustado para R\$ 876 milhões; e de 16,6% no lucro líquido para R\$ 222 milhões, mesmo tendo processado 10,5% menos tonelagem de cana-de-açúcar. Apesar da queda do preço do etanol nos próximos trimestres, o preço do açúcar com *hedge* a R\$ 2.275/t é 20,8% maior que o R\$ 1.884/t praticado no 1T23 e um mix com maior proporção de açúcar, deverá compensar o preço mais baixo no mercado interno do etanol. O salto nas exportações do etanol com preços substancialmente maiores que os atuais no mercado local, além da redução nos custos de diesel e fertilizantes (bem como a colheita de talhões mais produtivos à frente) também serão benéficos.

Uma notícia positiva é que as ações da São Martinho ingressaram no Ibovespa a partir de setembro com 0,22% de peso. Isso trará maior liquidez para os papéis da companhia e provavelmente a sua inclusão em índices internacionais e ETFs, que seguem o IBOV.

- **Schulz – valor de mercado: R\$ 1,7 bilhões**

Assim como a Kepler, a Schulz se beneficiará do avanço do agronegócio brasileiro ao fornecer peças para as grandes montadoras globais de veículos pesados, notadamente para máquinas agrícolas e caminhões. Remetemos o investimento em Schulz à parte inicial desta resenha.

Mesmo em ambiente de pandemia, retração da economia e incertezas, a Schulz pisou no acelerador dos investimentos e colherá os frutos desta visão. A ousadia foi premiada. Enxergamos também uma demanda reprimida muito forte em máquinas agrícolas, não só pela velocidade do crescimento do setor, mas também pelo envelhecimento da frota atual. Atualmente mais de 53% da frota de máquinas e equipamentos tem 11 anos ou mais e, como comentamos no caso da Kepler Weber, fazer a produção de grãos crescer em 10 anos o que o Brasil demorou 100 anos para produzir, demandará novas máquinas e logística, bem como a necessária modernização da frota existente.

Também em infraestrutura: os investimentos nos próximos de quase R\$ 900 bilhões do setor privado em saneamento, energia, rodovias, ferrovias, aeroportos e portos, além de mineração e setor florestal demandarão máquinas (linha amarela *offroad*) e caminhões – pesados, principalmente. A Schulz participa de todos estes investimentos e em exportações diretas (para os mesmos fabricantes) e indiretas (quando as montadoras exportam seus produtos).

Para se ter ideia da atual demanda, a ABIMAQ havia solicitado R\$32 bilhões ao governo federal para o Moderfrota (recursos para aquisição das máquinas agrícolas); deste montante, apenas 1/3, ou R\$ 10,2 bilhões foram atendidos neste Plano Safra 22/23 – e mesmo assim superaram em 35% os valores do Plano Safra 21/22. Os R\$ 5,9 bilhões do BNDES destinados ao Moderfrota se esgotaram no meio de agosto. Os R\$ 4,2 bilhões restantes são disponibilizados pelo Banco do Brasil e devem se esgotar rapidamente. Dada a forte procura, é possível que mais recursos sejam liberados neste ano-safra. Bancos privados, montadoras e outras fontes deverão complementar o financiamento ao setor.

Os resultados do 1S22 mostraram avanço de 19% nas receitas (R\$ 947 milhões); de 41% no EBITDA (para R\$ 161 milhões); e um ganho de rentabilidade substancial, com o lucro líquido de R\$ 91 milhões (alta de 43% sobre o 1S21). A divisão automotiva foi o motor (sem trocadilho) desse crescimento, enquanto compressores ficaram estáveis, devido a um varejo mais fraco.

A Schulz prevê ampliar a tonelagem, diversificar o mix com novos negócios e produtos e mais produtividade no processo produtivo. Para isto, há R\$ 200 milhões previstos em investimentos para este ano. Até o 1S22, os investimentos atingiam apenas ¼ do orçado para o ano. Estes investimentos consomem parte do caixa da empresa, mas seus benefícios serão notados mais à frente, justamente quando houver o aumento de demanda por máquinas e veículos mencionados logo acima.

O desenvolvimento de novos componentes e produtos, como compressores para freios automotivos, acelera o crescimento da Schulz, ainda que inicialmente apenas no segmento *aftermarket*. Segundo a Schulz, apenas este produto atua num mercado endereçável para Schulz de R\$ 1 bilhão e com perspectiva de suprir o mercado original (das OEMs) e exportações. Nos mercados mais desenvolvidos a troca dos compressores é mandatória por requerimento de segurança, enquanto no Brasil a legislação não obriga, causa de muitos acidentes graves e mortes. Os legisladores deveriam seguir também outros países no quesito segurança e não apenas ambiental. Os compressores são o coração dos freios.

O fato das montadoras instaladas no Brasil tornarem seus produtos alinhados com aqueles de suas sedes e em outras filiais pelo mundo favorece a Schulz, que aumenta a escala de produção amortizando mais rapidamente os investimentos realizados, promove ganhos de produtividade e permite fornecer tanto localmente como exportar para as montadoras tendo o Brasil como origem da fabricação.

Acreditamos que os múltiplos atuais e a precificação das ações, talvez tenham analistas e investidores simplesmente olhando para trás. E mesmo penalizando a Schulz pelo fato de ser uma *microcap* de menor visibilidade, não havendo qualquer casa de análise que acompanhe ou faça recomendações a respeito da empresa. Sua avaliação, no entanto, deve ser realizada à luz do crescimento e da expansão de margens e não da perspectiva de olhar para o retrovisor. Para nós, o passado é apenas um indicador, é importante os investimentos em curso. Cabe destacar a premiação da Schulz como a melhor fornecedora global da John Deere entre 650 fornecedores em todo o mundo. Parabéns a toda equipe. Aliás, premiações não são novidades, com a empresa acumulando certificações e premiações diversas nos mercados e empresas mais exigentes do planeta e alinhada com as mais modernas tecnologias mundiais.



O que remunera os acionistas é o futuro: é nele que estamos investindo e acreditamos que colheremos grandes safras junto com os produtos que a Schulz fornece, e fornecerá.

- **Simpar – valor de mercado: R\$9,1 bilhões.**

A estratégia agressiva de investimento, a exemplo da Schulz, tem gerado bons resultados operacionais para a Simpar, com a receita crescendo 74% em relação ao 1S21 e o EBITDA praticamente dobrando (R\$ 3,2 bilhões, ante R\$ 1,6 bilhão) no período. Apesar da última linha não capturar esses ganhos, lucro líquido de R\$ 541 milhões, 3,8% inferior ao 1S21 (decorrentes do impacto do aumento de juros sobre as despesas financeiras), o grupo tem aproveitado para ganhar *market-share* e maior poder de barganha em todas as frentes em que atua – sendo a escala uma vantagem importantíssima nas negociações tanto com fornecedores como com clientes. O cenário atual de juros tem um efeito negativo no curto prazo, mas no longo prazo deverá ser benéfico, quando estes forem reduzidos. As empresas começam a colocar na ponta do lápis se vale a pena imobilizar o capital ou alugar ativos, aumentando a demanda por locação.

É o princípio do EVA e do ROIC: aumentar o lucro sobre uma base menor de ativos, reduzindo a necessidade de capital. Além disso, muitas empresas que atuam nos mesmos segmentos da Simpar não conseguem recursos de longo prazo como esta – que emite debêntures regularmente, a um custo financeiro muito menor e no longo prazo, alternativa inexistente para a maior parte dos concorrentes da Simpar nas principais linhas de negócios e subsidiárias. Estas empresas pagam mais caro pelos veículos e têm maiores custos operacionais unitários por veículo, além de não contarem com a estrutura de venda dos veículos seminovos. Neste quesito, o grupo Simpar possui uma das frotas mais novas em seus diversos negócios – o que é outra grande vantagem: o custo operacional é menor que o de manter frotas envelhecidas e arcar com horas paradas fora de serviço, além da venda a um preço próximo a um veículo novo, adquirido com desconto que concorrentes não conseguem.

A queda dos juros nos próximos anos terá efeito bastante positivo na geração de caixa livre e no lucro líquido. Lembremos: investir em um dado trimestre traz impacto instantâneo no aumento da dívida líquida, mas receitas e EBITDA serão capturados apenas dois ou mais trimestre à frente. Grande parte do mercado, no entanto, dirige um veículo que curiosamente só tem retrovisor – não tem para-brisa.

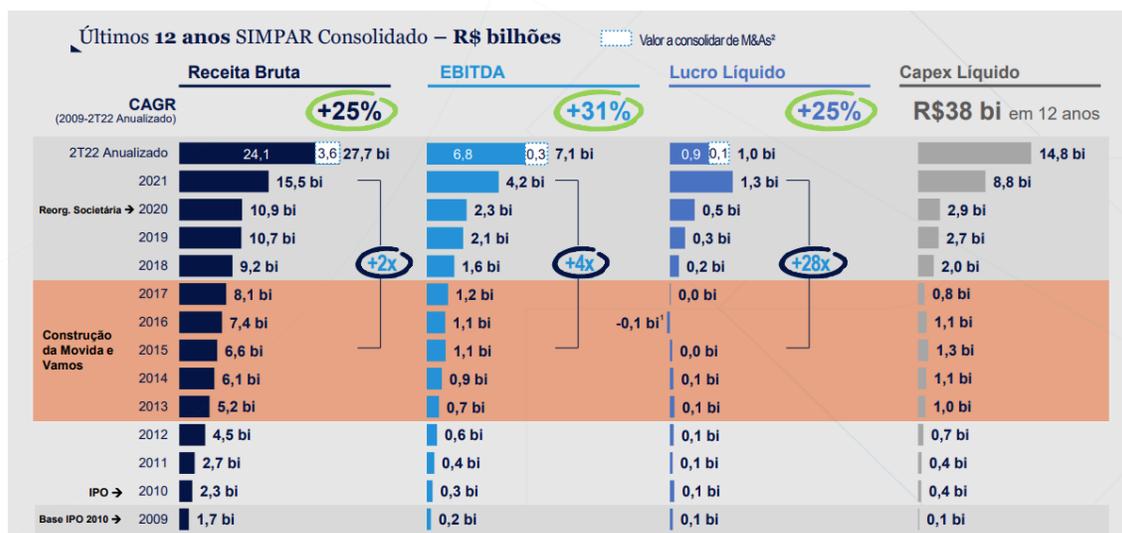
Apesar da relação Dívida Líquida/EBITDA estar em 3,6x (ou 3,1x, se anualizarmos o EBITDA do 2T22), o nível de endividamento atual não nos preocupa. Os R\$ 12 bilhões investidos nos últimos 12 meses estão refletidos nos balanços do lado do passivo, mas a geração de caixa pelo recebimento que estes ativos trarão será percebida apenas nos próximos trimestres.

Para completar, a agência Fitch, de classificação de risco, percebeu claramente este efeito retardado nas receitas e elevou o rating de Simpar, JSL, Movida e Vamos para AAA em escala nacional, reforçando a percepção de solidez financeira.

Mas o simples olhar para uma fotografia instantânea (alguns talvez se lembrem das Polaroids...), como Dívida Líquida/EBITDA de 3,6x, tem pouco significado aos olhos de uma boa análise de crédito. O grupo Simpar apresentava em julho caixa de R\$ 10,3 bilhões (ou 5,1x a dívida de curto prazo) e 95% de todas as dívidas vencidas até 2025. Da dívida total bruta de R\$ 32,3 bilhões, 32% estão cobertos pelo caixa, e 25% vencem apenas em 2031. O prazo médio da dívida de 6 anos é mais importante do que o índice de 3,6x.

Se considerarmos o EBITDA consolidado do 2T22 e o anualizarmos – ou seja: sem nenhum crescimento, especialmente relacionado a investimento ainda não monetizados (mas que impactam a dívida) e multiplicarmos por 6, ou seja, o prazo médio de toda a dívida –, chegamos a um EBITDA de R\$ 40,8 bilhões (ou 1,9x a dívida líquida). Trata-se de uma cobertura muito confortável, tendo em vista que o EBITDA crescerá substancialmente e a empresa continuará a emitir novas dívidas de longo prazo, mantendo este perfil de dívida longa e bem distribuída.

A queda nas taxas de juros e a redução dos investimentos favorecem ainda mais esta análise e a capacidade da empresa de servir suas obrigações financeiras com tranquilidade. Investidores de renda fixa focados em crédito interpretam muito bem a estrutura da dívida e capacidade de pagamento. Analistas de ações e gestores, no entanto, se fixam na fotografia e nos indicadores estáticos. E se equivocam assim na avaliação dos riscos da Simpar. Ou têm dificuldade em analisar um grupo complexo e com tantos negócios. Talvez esteja aí uma das causas das ações estarem tão descontadas e os títulos de crédito, bem precificados.



Mesmo com Vamos, e especialmente Movida e JSL, bastante descontadas pelo mercado, optamos por estar junto com o controlador na holding. A Simpar encerrou agosto com um desconto de holding de 33% – considerando CS Brasil a 5x EBITDA, Ciclus a 8X EBITDA e Automob (antiga Original) por valor patrimonial (ou 50% de *upside* se for feita a conta inversa, sem nenhum adicional de valor, especialmente nas empresas ainda não listadas). Em nossa opinião, esse desconto é injustificável: trata-se de uma holding ativa, com excelente histórico de criação de valor aos acionistas e que conseguiu crescer durante todas as crises dos últimos anos.

Anualizadas as receitas do 2T22 e comparadas às de 2009 (ano anterior ao IPO do grupo Simpar), o crescimento anual composto no período atingiu 25%. Se o mesmo raciocínio for aplicado ao EBITDA, chegamos à impressionante cifra de 31% ao ano e 25% para o lucro líquido. Nesses 12 anos, a valorização das ações da Simpar foi de 15% ao ano, muito abaixo do crescimento de receitas e lucros – o que evidencia um atraso, ou mesmo uma subprecificação das mesmas. Em nossa opinião, isso decorre devido a 1) um desconto excessivo para a holding Simpar, e 2) uma má interpretação da alavancagem financeira ou mesmo aversão à empresa, relacionando-a negativamente às taxas de juros atuais. Para nós, eis aí uma dupla oportunidade para arbitrar o mercado.

Mas dentro destes 12 anos tivemos: aumento substancial de juros em dois períodos; *impeachment*; recessão; pandemia; *lockdown*; e crises como a do “Joesley Day” e a greve dos caminhoneiros. Nada disso impediu o avanço acelerado do grupo, mesclando orgânico com aquisições e novos negócios. Mas as sinergias e ganho de escala de todos os investimentos ainda estão por vir, e a queda dos juros associada à expansão do PIB e do agronegócio serão catalisadores importantes para o crescimento das margens que se dará nos próximos anos.

Também o desconto na precificação da holding deverá ser reduzido à medida em que o mercado conhecer melhor o grupo e sua governança. O que potencializa a valorização da holding Simpar num ritmo maior que a média das subsidiárias.

## Epílogo

Com o sumário da explicação do desempenho dos fundos, precedido de um breve resumo das principais empresas que os compõem, esperamos ter prestado contas aos nossos prezados investidores – e ter estendido um convite àqueles que nos leem, mas ainda não investem conosco, a se juntar aos mais de 100 mil investidores que nos confiam seus recursos. São eles a razão da nossa existência- e a entrada é a mais democrática possível: o *ticket* mínimo nos fundos de renda variável (exceto previdenciários) é de meros R\$ 50.

Nossa colheita não se encerra aqui – o ano mal acabou de passar da metade em relação aos resultados apresentados pelas empresas. Mas nossas sementes foram boas, os tratos a elas dados foram como os de pais que cuidam de seus filhos (nós monitoramos de perto as empresas investidas). E a frutificação continua a plena carga. Esperamos que, no final do ano, possamos saborear doces frutos com todos aqueles que continuarão conosco e dizer: “Valeu 2022 – e que venha um 2023 ainda melhor”.

A leitura para aqueles que tiveram interesse, tempo e paciência foi longa. Esperamos que tenha valido a pena. Trabalhamos para vocês, nossos prezados investidores.

Muito grato a todos e uma grande satisfação e orgulho tê-los conosco nesta jornada.

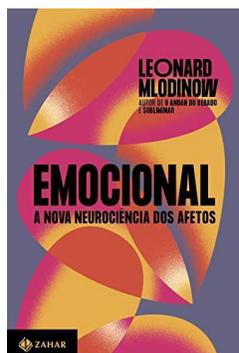
**Werner Roger, gestor, e equipe de analistas, Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer.**

=====

#### \*NOTA LITERÁRIA

Aproveitando que falamos em emoção, chegou ao mercado um livro que vai iluminar muito a questão das emoções, seu papel nas nossas decisões e muito mais.

Trata-se de “Emocional – A Nova Neurociência dos Afetos” (Ed. Zahar, 328 págs. – 1ª edição: maio/2022), de um dos autores preferidos da casa, Leonard Mlodinow – que assinou, com Stephen Hawking, “Uma Nova História do Tempo”. São dele também duas outras obras que já citamos em nossas Resenhas, já recomendamos e renovamos aqui a recomendação: “O Andar do Bêbado” e “Subliminar”. Mlodinow é físico e agora vai tratar de um tema (neurociência afetiva) um pouco menos ligado à sua área de *expertise*. Mas é um escritor e comunicador de grande talento, e que agora entrega mais um forte candidato a ser um novo clássico. Curiosamente, Mlodinow estava no World Trade Center no ataque de 11 de setembro e escapou ileso, e foi roteirista dos seriados Star Trek e MacGyver.





# TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

---

**[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)**

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207  
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110