



**TRIGONO**

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

**DEZEMBRO 2022**

# RESENHA MENSAL

Fazer igual jamais trará  
resultados diferentes!

## Fazer igual jamais trará resultados diferentes

Prezados leitores e investidores,

Caminhamos para o fim do ano, e o que há pela frente ainda são muitas indefinições. Em tempo de Copa do Mundo, a esta altura do campeonato (sem trocadilho), ficamos felizes com os resultados apresentados pela Trígono Capital e seus fundos até novembro. Nossos fundos apresentam resiliência entre si, cada um com seu objetivo específico e seu índice referencial – ou seja: IBOV (Trígono Verbier e Trígono Icatu Prev 100); SMLL (Trígono Flagship e Trígono Horizon); IDIV (Trígono Delphos); Trígono Power & Yield); e CDI (Trígono Prev70 e Trígono Pulsar Blend).

Com esses produtos de renda variável e crédito, oferecemos diferentes estratégias para os principais índices em renda variável e exposição na renda fixa através do nosso fundo de crédito (que completará seis meses em 30 de dezembro e, por razões regulatórias, ainda tem as apresentações de sua lâmina, resultados e detalhes restritas).

Os desempenhos de nossos fundos se destacaram ao longo deste ano – e mais importante: bateram os referenciais em todos os anos. Não é pouca coisa, e três de nossos fundos com mais de quatro anos de lançados (Flagship, Delphos e Verbier) são nota máxima – cinco estrelas – pela Morningstar, a conceituada especialista norte-americana (baseada em Chicago) em avaliação de fundos, presente no Brasil desde 2012.

O que observamos é que a grande maioria dos fundos nas estratégias ou segmentos nos quais atuamos apresentam resultados semelhantes entre si e em relação aos *benchmarks* – e quanto maior o prazo avaliado, mais semelhantes ficam. Ou seja: a diversificação entre gestores, fundos ou gestoras de fato é pouco efetiva. Isso acontece porque as gestões usam estratégias muito semelhantes – a clássica abordagem *top-down*, ou baseadas na macroeconomia, como filtro para selecionar setores e empresas. A taxa de juros, talvez o principal fator macroeconômico, será determinante na exposição em alguns setores.

Com isso, varejo, consumo, incorporadoras, tecnologia – estes e as *small caps* são todos exemplos de setores que serão evitados pelos gestores que têm na taxa de juros seu critério determinante. Quanto maior a taxa de juros, menores os crescimentos esperados de PIB e empresas relacionadas. Maior também a taxa de desconto no valor presente utilizada, e, portanto, menor o valor presente do fluxo de caixa das empresas – além de maior o múltiplo EV/EBITDA em relação à média histórica. Comentaremos à frente como o uso de múltiplos médios ou históricos é uma metodologia disfuncional.

Quando se olha para setores ligados a *commodities*, entra no radar dos seguidores do *top-down* a China. Como se trata de um setor sensível ao aumento das taxas de juros globalmente, entra na conta além da economia chinesa a expectativa de recessão em diversas regiões e países, o que reduziria a taxa de crescimento global. O quadro abaixo ilustra o comportamento dos diferentes índices da B3 e setoriais, no mês passado e no acumulado do ano.

INDICES SETORIAIS		nov/22	2022
IMOBILIARIO	IMOB	-16,6%	-5,2%
CONSUMO	ICON	-14,3%	-21,0%
INDUSTRIAL	INDX	-2,1%	-14,4%
AGRONEGOCIO	IAGRO	-6,3%	-10,5%
MATERIAIS BASICOS	IMAT	13,5%	-3,0%
INDICES B3			
BOVESPA	IBOV	-3,1%	7,3%
DIVIDENDOS	IDIV	0,8%	14,5%
SMALL CAPS	SMLL	-11,2%	-12,4%
ENERGIA ELETRICA	IEEX	-3,5%	5,9%

Fonte: Economática

FUNDOS TRÍGONO	REFERENCIA	nov/22	2022	12 meses	REF. 12 M
FLAGSSHIP	SMLL	-0,5%	7,8%	18,2%	-9,1%
FLAGSSHIP 60	SMLL	-1,7%	7,9%	18,4%	-9,1%
DELPHOS	IDIV	-1,2%	15,8%	26,4%	16,3%
VERBIER	IBOV	-0,6%	9,9%	17,2%	10,4%
POWER & YIELD	IEEX	-0,8%	2,8%	10,1%	6,4%
HORIZON	SMLL	-5,1%	-2,1%	6,2%	-9,1%
PREVIDENCIA					
PREV 70	CDI	-2,4%	16,5%	23,2%	12,0%
ICATU PREV 100	IBOV	-6,2%	7,4%	14,9%	10,4%

Fonte: Trígono Capital e B3

Como se vê, três índices setoriais selecionadas – Imobiliário; Consumo; e Small Caps – tiveram forte desvalorização em novembro, especialmente após as eleições e em meio às indefinições quanto à PEC de Transição, ao futuro ministro da Economia, à política econômica e ao risco de altas de juros (ou de uma chance menor de estes virem a cair no curto prazo, mesmo com menores pressões inflacionárias). Por outro lado, o fator câmbio e um possível relaxamento dos *lockdowns* na China para conter a covid-19 estimularam investimentos em empresas relacionadas às *commodities* (o que explica a forte valorização do índice Materiais Básicos).

Na realidade, o desempenho dos índices está muito mais relacionado a expectativas do que às próprias empresas: a abordagem *top-down* considera principalmente setores e perspectivas – as empresas, nesta visão, são secundárias. Mas, como a maior parte do mercado usa essa abordagem, o comportamento dos preços das ações é fortemente influenciado pelo “efeito manada”.

Além do *top-down*, a maioria das gestoras usam as mesmas metodologias de investimentos e índices referenciais quando constroem suas carteiras. Não surpreende, portanto, que os resultados não tenham diferenças significativas entre si. Surpreenderia, isso sim, se não fosse dessa forma.

**IBOVESPA**

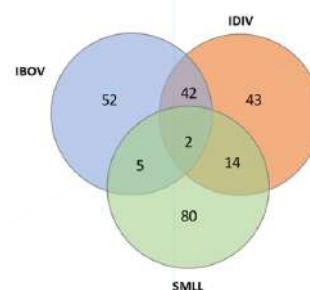
Empresa	Setor	Peso Índice
VALE	Mineração e Metalurgia	19,0
PETROBRAS	Óleo e Gás	9,5
ITAUNIBANCO	Serviços Financeiros	6,1
BRADESCO	Serviços Financeiros	4,8
ELETRORBRAS	Concessão e Energia	3,9

**43,3****IDIV**

Empresa	Setor	Peso Índice
VALE	Mineração e Metalurgia	10,3
PETROBRAS	Óleo e Gás	7,8
ELETRORBRAS	Concessão e Energia	6,6
CEMIG	Concessão e Energia	5,7
BBSEGURIDADE	Serviços Financeiros	5,4

**35,9****SMLL**

Empresa	Setor	Peso Índice
EMBRAER	Indústria	3,8
GERDAU MET	Mineração e Metalurgia	3,4
PETRORECSA	Óleo e Gás	3,1
BRADESPAR	Mineração e Metalurgia	3,0
3R PETROLEUM	Óleo e Gás	2,7

**15,9**

Outro fato curioso: IBOV e IDIV têm uma sobreposição setorial de 42% entre si, mas com o SMLL isso cai a níveis baixíssimos: 2% entre os três índices; 5% com o IBOV; e 14% com o IDIV. Ambos, IBOV e IDIV, têm elevada concentração entre empresas – Vale, Petrobras e Eletrobras, sendo que as duas primeiras estão relacionadas a *commodities* e têm na China um importante formador de preços de seus produtos (minério de ferro e petróleo, respectivamente). A concentração dos dois também é grande no setor de serviços financeiros – notadamente bancos. Já o SMLL é mais diversificado tanto em empresas como em setores, trazendo alternativas interessantes.

IBOVESPA		IDIV		SMLL	
Setor	Peso Índice	Setor	Peso Índice	Setor	Peso Índice
Serviços Financeiros	22,9	Concessão e Energia	31,7	Construção	13,3
Mineração e Metalurgia	22,3	Serviços Financeiros	26,5	Mineração e Metalurgia	9,9
Concessão e Energia	13,4	Mineração e Metalurgia	24,3	Concessão e Energia	9,8
Óleo e Gás	11,6	Óleo e Gás	7,8	Logística	8,3
Alimentos e Bebidas	5,2	Alimentos e Bebidas	3,9	Indústria	8,2
	<b>75,4</b>		<b>94,2</b>		<b>49,5</b>

Fonte: *Econômica/B3/Trígono*

Como destacamos, chama atenção a similaridade setorial entre IBOV e IDIV, com destaque para Serviços Financeiros e *Commodities* (Mineração e Metalurgia, Óleo e Gás, Concessão e Energia, Alimentos e Bebidas). Ou seja: nos dois índices, os 5 principais setores são os mesmos. A abordagem *top-down*, sem surpresa alguma, terá sobre os dois índices impactos semelhantes.

No índice Small Caps, também estão presentes os setores de Mineração e Metalurgia e de Concessão e Energia (ainda que com menor peso). Mas é preciso destacar os riscos do minério de ferro e do petróleo, associados à China, ao conflito entre Rússia e Ucrânia e particularmente

à Petrobras sob o próximo governo. Aliás, lembre-se aqui que o senador do PT Jean Paul Terra Prates, cotado como possível futuro presidente da Petrobras, entrou com ação (rejeitada pela 11ª Vara Federal do Rio de Janeiro) contra a eleição do atual presidente da empresa, Mario Paes de Andrade. Ingerências políticas na Petrobras e a triste lembrança da Lava-Jato fazem da Petrobras a empresa teoricamente mais descontada no setor petrolífero no mundo e na própria B3, em qualquer metodologia de avaliação.

Em relação ao setor financeiro, um dos mais importantes da B3 (incluindo a composição dos índices IBOV e IDIV), chamamos a atenção para o cenário desafiador relacionado aos juros altos. Um cenário assim nada tem de saudável para os bancos, que possivelmente enfrentarão ainda mais concorrência de Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal e seus subsídios e vantagens e ainda aumento na inadimplência e pedidos de recuperação judicial.

Destacamos ainda outra similaridade entre fundos e gestores na seleção de empresas e composição de carteiras em relação aos *benchmarks*. A análise do desempenho dos principais fundos indica baixo *tracking error* em relação aos índices de referência. O que isso significa? Significa que eles evitam posições muito diferentes dos índices. As explicações para isso são fascinantes, mas excedem em muito este espaço e já foram, de todo modo, apresentadas com maestria nos já recomendados *best sellers* **Rápido e Devagar**, de Daniel Kahneman; e **Nudge e Misbehaving**, de Richard Thaler. Os dois autores são nada menos que prêmios Nobel de Economia.

Em suma: gestões quase passivas geram pouco alfa (excesso de retorno sobre os índices) para os investidores. Isso faz crescer o interesse por ETFs e a representatividade destes na indústria de fundos: seu custo é baixo e a escolha é simples, dependente apenas do tipo de índice que o ETF está associado. Fundos que se posicionam próximos aos *benchmarks* e que limitam *tracking errors* terão desempenho similar e com pouco alfa.

Na Trígono, somos absolutamente agnósticos: não nos prendemos a *benchmarks*. A gestão no Verbier é 100% ativa em relação ao IBOV; no Flagship, é 6% ativa sobre o SMLL; e sobre o IDIV, o Delphos é 4% ativo. Os investidores têm à disposição, assim, uma grande diversificação em relação aos demais gestores e fundos, com riscos reduzidos e, como mostramos na seção de Desempenho dos Fundos, uma relevante geração de alfa em cada estratégia. O processo de investimentos e desempenho dos fundos ganha consistência.

Além da certa similaridade entre os índices IBOV e IDIV e o processo *top-down* adotado por grande parte das gestoras, o processo de seleção de empresas e de exposição aos índices também é semelhante. A avaliação é feita através de múltiplos, notadamente o EV/EBITDA e fluxo de caixa descontado (DCF, na sigla em inglês), inclusive por corretoras (*sell-side*). Não é por acaso que Vale é a preferida na indicação destas, e com maior peso na composição dos índices. Todos bebem da mesma fonte.

Para quem não conhece a Trígono, e para lembrar/reforçar nossas práticas a quem já nos acompanha, eis nossa metodologia:

O nome Trígono associa o triângulo equilátero (ou perfeito: três lados e vértices iguais) ao equilíbrio e à observância de três preceitos que buscamos nas empresas na composição das carteiras. Pelo processo *bottom-up* (seleção das empresas com base em resultados e perspectivas, ao contrário do *top-down*, que foca nos setores), avaliamos empresas por i) sua geração/criação de valor aos acionistas através do EVA; ii) melhores práticas em ESG (Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa); e iii) distribuição de dividendos.

No Trígono Day de 22 de novembro (disponível no Youtube), apresentamos um painel contendo os três preceitos, com a apresentação feita pelo professor Oscar Malvessi (da FGV e do IBGC) do EVA, ou VEC (Valor Econômico Criado), e a explicação, feita por Roberto Marin (ATA Consultoria), do relatório de pegada de carbono contendo todas as empresas investidas pela Trígono no final de 2021; a exposição sobre o envolvimento da Trígono com a Sitawi Finanças do Bem e o Hospital de Amor (ex Hospital do Câncer de Barretos), parte do nosso engajamento social; e de como a distribuição de dividendos é o elemento principal dos investimentos em renda variável (ações) no longo prazo, nos EUA, Brasil e em todos os mercados.

Portanto, nossa abordagem, filosofia e práticas de investimentos se distinguem das que o mercado costuma aplicar. Outra razão de nosso desempenho diferenciado é a formidável equipe da Trígono, que a seção final de Desempenho dos Fundos deixará evidente, pelos resultados apresentados. Nesta resenha destacaremos um sumário dos fundamentos das principais empresas investidas.

Uma frase que costuma ser repetida com certa frequência – e mais ainda em tempos digitais – é uma definição de loucura que teria sido formulada por Albert Einstein. A frase não é dele (não há nenhum registro de que a tenha formulado), e mesmo do ponto de vista psiquiátrico há sutilezas sobre sua precisão que deixaremos para os debates entre especialistas. Mas é boa demais, e se presta a análises interessantes demais para não a considerarmos. A frase diz:

“Insanidade é continuar fazendo sempre a mesma coisa e esperar resultados diferentes.”

Se o que se quer é um resultado diferente daquele que todos obtêm quando fazem uso dos mesmos princípios e ferramentas, é preciso usar princípios e ferramentas diferentes. Porque se fizer tudo igual a todo mundo, não se vai chegar a resultados diferentes mesmo.

Essa reflexão ajudará nossos leitores a entender o título desta Resenha e como a Trígono proporciona de fato uma excelente alternativa de diversificação e geração de alfa. Nosso mote não é “Além do Óbvio” por acaso.

## Conjuntura Internacional

No filme “A Hora Mais Escura” (2012), sobre a operação dos EUA para matar Osama Bin Laden, há um diálogo muito interessante, que adaptamos aqui ao contexto das *commodities*. Numa reunião, o chefe da CIA (a agência de espionagem) pergunta com que grau de certeza Bin Laden estaria numa casa nos arrabaldes de Abbotabad (Paquistão), e a equipe responde, cheia de dedos: dois 60%; um 80%; um fraco 60%. Perguntam a Maya, principal analista da caçada, o que ela achava – e ela diz, na lata: 100%. Todos a encaram. Ela emenda: “Tá, ok, 95%, porque eu sei que vocês surtam diante da certeza absoluta. Mas é 100%” (*spoiler*: ele estava na casa).

Pois bem: prever preços de *commodities* é 100% impossível. Tá, ok, nós gostaríamos que fosse só 95% – aí, em tese, haveria alguma margem para prevê-los. Mas não: é 100% impossível.

Mesmo assim, é importante observar o comportamento da oferta e da demanda: afinal, são as duas janelas, abertas pelo ilustre pensador escocês Adam Smith (1723 - 1790), pelas quais se pode esperar ver alguma pista para o comportamento futuro de preços. Vamos começar falando da demanda.

Há três *players* importantes para análise, que representam mais de 60% da economia global: China, EUA e União Europeia.

A China vem em ritmo de recuperação, com sinais cada vez mais claros de que o mercado imobiliário está reagindo – movido por a) diminuição da taxa de juros e b) reabertura da economia. O país tem dado contínuo apoio ao seu setor privado, que tem um nível de alavancagem bastante alto (graças a juros camaradas dos bancos estatais). Construtoras e incorporadoras também têm encontrado caminho desimpedido para linhas especiais de crédito.

Além disso, mesmo com os casos de COVID em alta, há cada vez menos *lockdowns* em cidades no país – uma clara mudança de postura. O fechamento sanitário despertou fortes reações dentro do país, o que levou à flexibilização das medidas. Sabemos, por exemplos da história, que o governo chinês não lidou muito bem com protestos antes. O cidadão parado diante de uma fileira de tanques em 1989, nos protestos da Praça da Paz Celestial em Pequim, não foi esquecido. Não há nada parecido no horizonte, mas nada garante que continuará assim.

A política econômica chinesa se apoia em dois pilares: i) foco nas exportações de produtos; e ii) fortalecimento da demanda interna. Com a queda global no consumo – efeito da inflação e de mudanças de comportamento do consumidor no mundo pós-pandemia –, o país teve de reabrir sua economia como medida emergencial, numa tentativa de estimular a demanda interna. Quando a exportação de produtos estava forte e não havia crise no setor imobiliário, a política de COVID zero era viável. Mas esse cenário mudou.

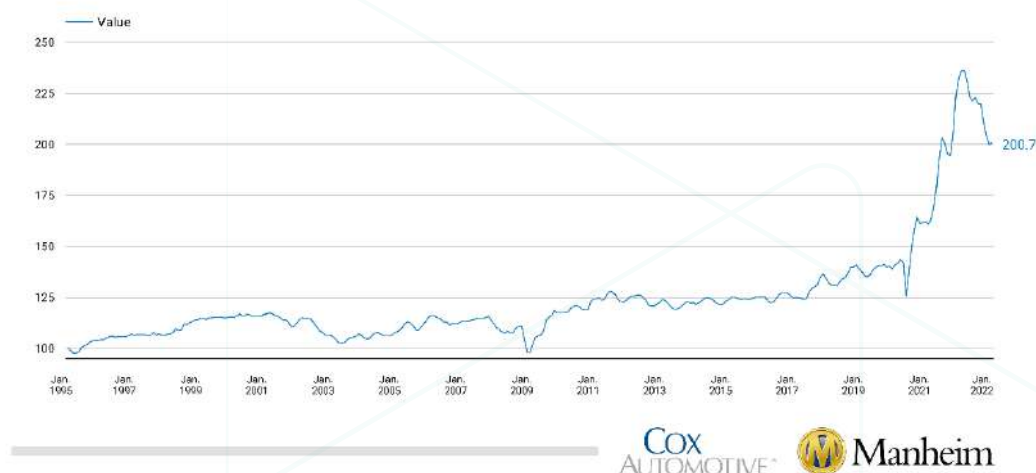
As medidas já têm se refletido de forma clara no mercado. Desde outubro, boa parte das ações de construtoras/incorporadoras da China mais que dobrou de preço, mostrando sinais de avanço e melhora de perspectivas. Dados setoriais também têm mostrado melhora marginal mês a mês nas vendas e retomada de construções paradas.

Nos EUA, apesar da teimosa inflação e da perspectiva contínua de aumento de juros, a economia continua muito forte. Dados de geração de empregos superam as previsões mês após mês. Apesar disso, os PMIs (indicador de atividade econômica) têm mostrado clara tendência de piora: o indicador referente à indústria, numa sequência de quedas, chegou a 49 em novembro; o de serviços, a 46,2. Se o mercado de trabalho vem apoiando a perspectiva de um “pouso suave”, os dados setoriais apontam para um cenário de recessão. Entre os economistas, ainda não há consenso.

Como explicado em resenha anterior, a parte conjuntural da inflação nos EUA tem arrefecido (o que é um excelente sinal) – caso dos combustíveis; por conta disso, a inflação mensal provavelmente já atingiu o pico no país. Os preços de carros usados têm caído entre 1% e 2% há meses (vide gráfico abaixo que reflete os preços). Chama atenção o preço dos carros elétricos usados: em novembro, caíram 3,7%. Na Suíça, por conta da escassez de energia elétrica, houve até restrição no uso desses veículos.

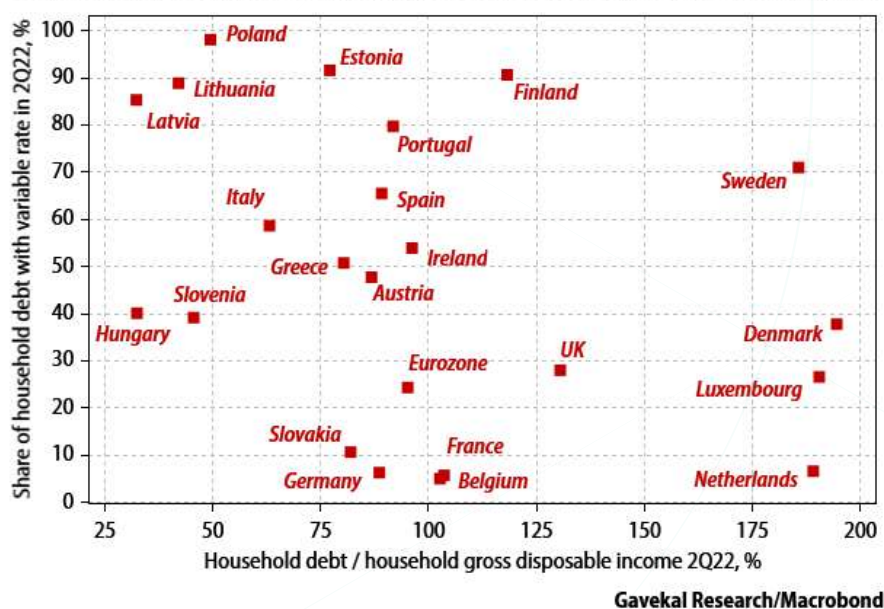
Apesar do arrefecimento da inflação conjuntural, o Fed está mais preocupado com a inflação resiliente – nos serviços, por exemplo. É importante observar o comportamento dos núcleos de inflação e o comportamento do Fed diante deles. O dólar enfraqueceu globalmente no último mês – ponto de atenção na inflação –, mas segue muito forte: neste ano, já se valorizou mais de 8% frente a uma cesta de moedas globais.

### MANHEIM USED VEHICLE VALUE INDEX Mid-November 2022



Na Europa, os dados são mistos. A inflação tem surpreendido para baixo (graças à demanda mais fraca que o esperado). Técnicos da área econômica da UE já dão a recessão como certa para esse inverno. Com a China se recuperando, haverá competição crescente por *commodities* e a situação não parece favorável ao Velho Continente. Apesar disso, assim como nos EUA, uma parte importante do crédito europeu não é exposto a taxas variáveis de juros (vide gráfico a seguir), o que pode facilitar uma alta das taxas suficiente para coibir a inflação (se esse dragão resolver botar a cabeça para fora da caverna outra vez).

### German and French households are relatively insulated from rising rates



Em suma: na Europa, a demanda fraca parece ter levado a inflação a algum equilíbrio. Na China, há perspectivas claras de melhora na demanda. Nos EUA, apesar da indefinição, o problema de inflação parece bem controlado – com o pacote de infraestrutura que virá para os próximos anos e o forte mercado de trabalho, a chance de pouso suave da economia parece maior que a prevista. Otimismo quanto à demanda por lá. Agora vamos à oferta.



Um conceito importante na economia é a elasticidade da curva de oferta. Num *nutshell*, significa a razão entre variação de volume e preço de um determinado produto. Quando a elasticidade é alta, pequenos aumentos de preços levam a grandes aumentos de volume; quando é baixa, há pouco aumento de volume para grandes aumentos de preço. Hoje, de maneira geral, *commodities* energéticas e eletrointensivas têm vivido uma situação de baixa elasticidade. Nas energéticas, isso se deve à baixa perspectiva de investimentos futuros e a baixos investimentos feitos no passado. O medo de regulações crescentes e baixa lucratividade nos últimos anos explicam boa parte desse fenômeno.

Já para as *commodities* eletrointensivas, a questão é o custo da matéria-prima. Há uma “contaminação” por parte das energéticas nas eletrointensivas, já que boa parte da oferta de eletrointensivos vem da China. Lá, a matriz energética se concentra em combustíveis fósseis, principalmente carvão, petróleo e gás – todos na dinâmica de baixa elasticidade. Assim, para se aumentar a oferta de eletrointensivos, deve-se aumentar o consumo de *commodities* energéticas, de forma que o preço dessas *commodities* também deve aumentar.

E qual a consequência disso tudo? Com a recuperação da demanda chinesa e sem uma desaceleração significativa na demanda americana à vista, deve-se aumentar o volume demandado de *commodities* energéticas e eletrointensivas. Trazendo para o nosso contexto: quando a China demandar mais ferroligas (ferrocromo e ferro silício), aço, alumínio, soda, PVC, dióxido de titânio, os preços destas devem aumentar para que haja aumento de oferta. Para trazer a indústria de eletrointensivos chinesa de volta à produção, deve haver uma alta expressiva, já que um dos principais insumos, o carvão, só neste ano teve seu preço quase quadruplicado.

Seasonal Chart ICE Newcastle Coal Jan '23 Average Price Chart for 5 Prior Jan Contracts

[View by Last Price](#) | [View by Price Change](#)



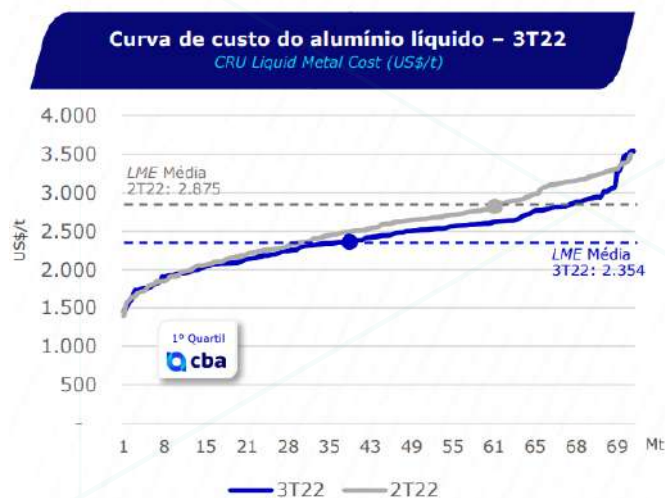
Preço do FeSi 75%, China vs. Preço do Carvão Térmico, Austrália (USD/t)



Fontes: Banco Mundial; Relatórios de Mercado

E como o Brasil se insere nesse contexto? Como exemplo, vejamos a indústria do alumínio:

### Maior inclinação da curva de custos e maior proporção de smelters com custos acima da LME do Alumínio no 3T22



No gráfico acima, entre o segundo e o terceiro trimestres, vemos o efeito da queda do preço do carvão na curva de oferta do alumínio. Vemos aí como esta se inclina para cima (ou seja: como diminui a elasticidade) quando o carvão sobe de preço. Essa inclinação deverá ser cada vez maior, à medida que a China retoma sua demanda. De forma que deverá haver um aumento de preços cada vez maior para que o volume de oferta seja aumentado.

A indústria eletrointensiva brasileira nesse cenário tem duas vantagens competitivas claras: a proximidade com matéria-prima e energia limpa à disposição. E mais, energia barata, e vantagem pouca é bobagem, o ferrosilício brasileiro, como o produzido pela Ferbasa, usa biorredutor (carvão vegetal de florestas de eucaliptos próprias), com custo em real e nenhuma relação ao custo do carvão metalúrgico que disparou. E ainda o fato deste silício brasileiro ser neutro na geração de efeito de gases estufa, enquanto a China que produz 75% do ferrosilício do mundo, gera até 13 ton de CO<sub>2</sub> por ton de FeSi75% produzido. Dado o esforço da China em reduzir as emissões de CO<sub>2</sub>, estes produtos estão sob mira dos agentes responsáveis para redução das emissões, fato que dificultará novos investimentos além de remover plantas antigas, ineficientes e poluentes.

O transporte de matéria-prima requer queima de combustível fóssil e a energia elétrica de matriz hídrica garante estabilidade maior aos preços dos insumos. Dessa forma, quando e se houver uma forte alta dos preços das *commodities* eletrointensivas, a indústria brasileira estará muito bem-posicionada para ter um aumento significativo nos resultados (como no ano passado). A diferença é que agora, muitas das empresas realizaram bons investimentos e/ou desalavancaram seus balanços e estão ainda mais preparadas para rentabilizar uma alta de preços – ao mesmo tempo em que os preços das ações, refletidos por seus múltiplos, estão baixíssimos sob qualquer métrica (absoluta, histórica ou relativa). Para o próximo ciclo de alta, as perspectivas de dividendos/*yields* são bem altas. A Trígono está muito bem-posicionada.

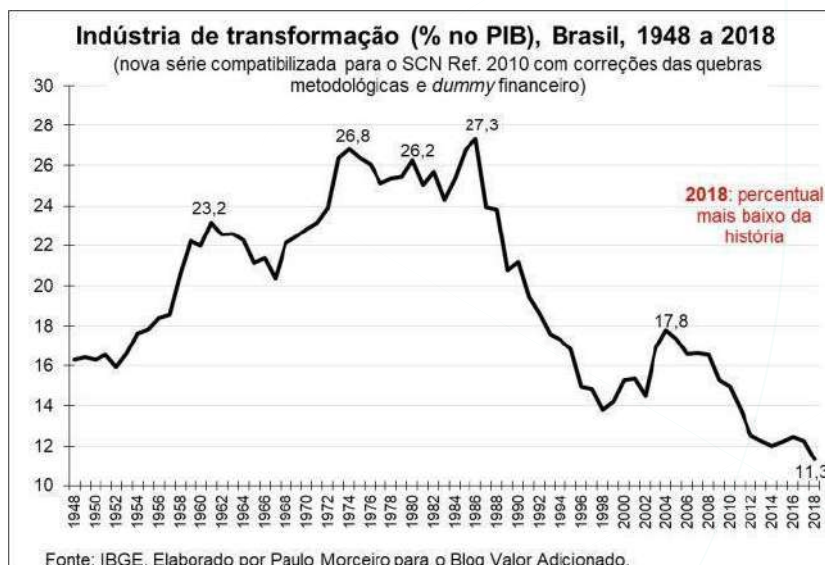
Nesse contexto, destacamos nossos investimentos em Ferbasa e Unipar: eletrointensivas, investem em energia limpa e renovável, de baixo custo e se beneficiam com todo este contexto energético mundial. E têm preços em moeda estrangeira, uma proteção em caso de o real vir a sofrer efeitos de eventuais problemas fiscais ou de turbulências políticas. Mais detalhes sobre as empresas nos comentários na parte final desta resenha.

## Conjuntura Nacional

Nesta Resenha, deixamos de lado os indicadores econômicos. Porque, no momento, eles deixam de ser importantes, dadas as incertezas a respeito da política econômica do próximo governo – notadamente na questão da responsabilidade fiscal. Vamos ter uma conversa um pouco diferente aqui.

Interlocutores ligados ao PT têm declarado que a indústria e o agronegócio receberão especial atenção do governo, e o BNDES será fundamental para dinamizar a indústria e para financiar os investimentos no agronegócio. Vamos então a uma rápida retrospectiva e a um diagnóstico setorial – especialmente devido às participações relevantes dos dois setores em todos os fundos da Trígono.

O Brasil viveu um grande processo de desindustrialização desde a metade dos anos 1980. O peso da indústria de transformação no PIB nacional saiu de um pico de 36% à época para 11% no ano passado. Grande exportador de manufaturados (há quase 40 anos, representaram cerca de 60% de nossas exportações), o Brasil em 2022 terá o maior déficit da história na balança comercial de manufatura: cerca de US\$ 125 bilhões. Só de produtos químicos, o Brasil apresentou um déficit comercial de US\$ 15 bilhões até novembro, US\$ 13 bilhões a mais do que no ano passado, sendo que só de fertilizantes, essencial ao agronegócio, o déficit ultrapassou US\$ 23 bilhões, ou pouco mais da metade das exportações de soja em grãos de US\$ 45 bilhões até novembro.



A evolução das teorias econômicas e o exemplo de países ricos sem indústria relevante mostram que o velho discurso de que um país precisa de indústria para se desenvolver ficou para trás. Fosse assim, alguém poderia querer arriscar a ideia ousada de que o Brasil e sua desindustrialização estariam posicionados para um salto de qualidade em termos globais, em linha com o estado mais evoluído da economia. Infelizmente, seria otimismo desmedido. A desindustrialização brasileira não foi resultado de um processo calculado, e sim fruto de diversos erros de políticas econômicas ao longo do tempo.

A verdade é que a indústria por aqui segue sendo parte fundamental do processo de desenvolvimento econômico. E isso, apesar de tudo, é positivo, porque por aqui há diversas

vantagens comparativas que dão ao país plenas condições de vir a ter uma indústria grande e relevante dentro da dinâmica econômica global.

Um dos fatores determinantes para a desindustrialização foi o câmbio artificialmente baixo. Outro foram os juros altíssimos em termos reais (que foi uma das causas do câmbio artificial), com o Banco Central buscando controlar a inflação. Não houve esforço para focar na promoção de reformas estruturais, em reduzir a carga tributária – enfim, em se lidar com o famigerado Custo Brasil. Nos transformamos em república das bananas, exportadora de *commodities* – não da saborosa fruta, mas sim de soja, minério, petróleo e de uma grande diversidade de outras matérias-primas. Com isso, geramos poucos empregos e quase nenhum valor agregado.

Vejam agora a indústria europeia. Atualmente, o Velho Continente tem grandes plantas de fertilizantes, alumínio, zinco, borracha, plástico, química, siderurgia, veículos, autopeças, a lista vai longe. Muitos desses produtos usam – sim: matéria-prima brasileira. Lá, elas são processadas e o Brasil as recompra – mas agora na forma de manufaturados caros, de grande valor agregado. Que poderia ter sido agregado aqui. Mas...

Para que o Brasil leve sua matéria-prima à Europa é preciso pagar frete de ida, imposto de importação, seguros, comissões para tradings, e há outras penalidades como o tempo de espera, maior pegada de carbono e a menor segurança de fornecimento em tempos de escassez (sentimos isso na pele ao longo da pandemia).

Essas indústrias europeias têm na energia elétrica e na mão de obra parte importante de seus custos, e envolvem tecnologias que o Brasil já domina. Qual a vantagem da Europa frente ao Brasil em relação ao custo de ambas hoje? E em relação a bens minerais que serão industrializados, como o aço inox?

Pior: exportamos impostos, pois os créditos tributários na cadeia de produção não são recuperados quando vendemos para fora. O programa Reintegra devolveia 3% do valor das exportações para produtos manufaturados, mas o ex-presidente Michel Temer acabou com o programa no apagar das luzes de seu governo, e ainda promoveu uma reoneração da folha de pagamentos de vários setores industriais.

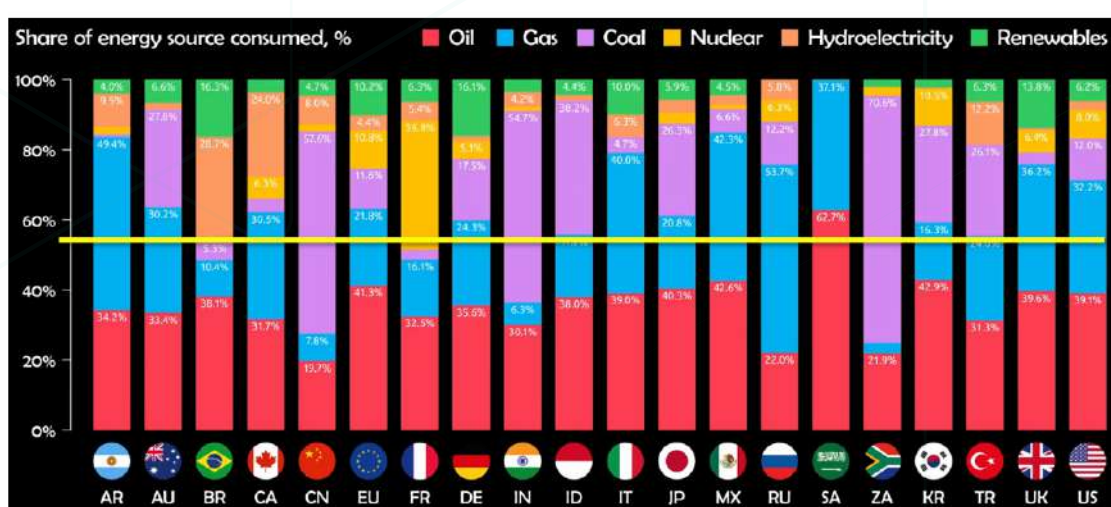
A ganância tributária é a grande responsável por toda essa situação. O BNDES, em governos anteriores, ao invés de financiar investimentos no país, financiou fusões alavancadas, compras de empresas no exterior, de olho em criar as famosas “campeãs nacionais”. Nada disso gerou empregos ou renda no Brasil – com a carga negativa dos casos envolvendo corrupção, caso de JBS e Braskem.

Além da dinâmica da taxa de câmbio (fator primário para o comércio internacional), com reforma trabalhista, facilidades regulatórias e redução de impostos, haveria plena capacidade do país se tornar ao menos autossuficiente em diversos dos produtos que importa. O alumínio é um exemplo óbvio: o Brasil já foi grande exportador do produto, mas se tornou importador líquido a partir de 2014 – chegou mesmo a figurar no *ranking* dos maiores importadores líquidos. Neste ano até novembro, as importações de alumínio atingiram US\$ 2,4 bilhões e exportações de US\$ 1,5 bilhões. E vejam que temos a bauxita (minério de alumínio) e energia elétrica limpa e com potencial enorme de geração, e de baixo custo, insumos básicos para produção deste importante metal.

O Brasil, aliás, é o país que talvez tenha as melhores condições para produzir não só o alumínio mas o aço inox também: é o mais “verde”, o de menor custo, que tem todas as matérias-primas

necessárias, energia elétrica, níquel, ferrocromo, sucata, biorredutor etc. Mas produzimos apenas 350 mil t/ano. A Indonésia, que até recentemente nada produzia, agora produz 3 milhões de toneladas e se tornou grande exportadora. Sem qualquer das vantagens brasileiras no quesito verde. A Indonésia usa energia elétrica térmica de carvão e coque, tendo o níquel como sua única vantagem, níquel que o Brasil também produz.

Como já comentado, a desindustrialização resulta de um coquetel que leva entre seus principais ingredientes as legislações trabalhista e tributária, taxa de juros, câmbio, custo Brasil logístico e preços de insumos básicos. A reforma trabalhista, ainda longe do ideal, já foi um avanço; o câmbio, após a pandemia, trouxe competitividade à indústria brasileira. O preço dos insumos básicos também teve melhora comparativa substancial – o Brasil é o país de maior peso no G20 em termos de matriz energética renovável – o que se vê no gráfico abaixo (repare onde a linha amarela corta a matriz de outros países).



Fonte: VisualCapitalist, BP

O gás natural, outro insumo básico no qual o Brasil tinha grande desvantagem comparativa em termos de preço, também recuperou sua competitividade durante a guerra entre Rússia e Ucrânia. Apesar de não ter ficado mais barato, ficou mais competitivo frente a diversos outros países. A tendência é que essa competitividade se torne cada vez maior com a ampliação da oferta do pré-sal, a regulação do novo mercado do gás e a privatização de gasodutos (antes monopólio da Petrobras, que pouco interesse tinha – e tem – em sua exploração).

Trazendo para a nossa realidade das investidas, o caso de autopeças é claro nesse sentido. Os maiores concorrentes estão na Europa, que tem enfrentado diversos problemas de custos, como explicado. No processo de fundição para a manufatura das autopeças, há um grande consumo de energia. Empresas como a Riosulense, que antes tinham um grande trabalho do ponto de vista comercial para adquirir novos clientes para exportação, hoje tem fila de pedidos e negam clientes estrangeiros por falta de capacidade.

O Brasil, que já foi grande exportador de veículos, inclusive – vejam vocês – para os EUA, e de autopeças, passou a ser um dos maiores importadores líquidos destas, como se vê na imagem abaixo:

## Countries with Worst Automotive Parts Trade Deficits

The following countries posted the highest negative net exports for automotive parts during 2021.

1. United States: -US\$38.4 billion (net export deficit up 44.3% since 2020)
2. Russia: -\$9.9 billion (up 39.7%)
3. United Kingdom: -\$7.1 billion (up 9.1%)
4. Slovakia: -\$6.5 billion (up 1.3%)
5. Spain: -\$6 billion (up 10.5%)
- ➔ 6. Brazil: -\$5.2 billion (up 37.8%)
7. Canada: -\$3.2 billion (down -39.2%)
8. France: -\$2.51 billion (up 727%)
9. Argentina: -\$2.5 billion (up 91.3%)
10. United Arab Emirates: -\$2.4 billion (up 2919.5%)
11. Belgium: -\$2 billion (down -9.7%)
12. Finland: -\$1.8 billion (up 24.8%)
13. Australia: -\$1.6 billion (up 33.8%)
14. Malaysia: -\$1.56 billion (up 29.5%)
15. Netherlands: -\$1.5 billion (down -7.6%)

Fonte: Investopedia

Nossa produção anual de veículos entre 2017 e 2019 não passou de 3 milhões de unidades, mas no México ultrapassou 4 milhões em todos os anos, mas no passado produzimos muito mais veículos que o México. Paramos no tempo.

Observando os resultados das empresas listadas na B3 de aço e têxtil, vemos que o cenário não é restrito a certos setores. O Brasil está recuperando a competitividade frente ao mundo na indústria. A tendência é que esse segmento fique cada vez mais relevante na bolsa, com os reinvestimentos de lucro e a perda de peso de outros setores. Isso pode gerar uma dinâmica positiva em termos de aumento de liquidez e *re-rating* dos múltiplos setoriais, além da atração de novas aberturas de capital. É o caso do setor do agronegócio, que vem crescendo na bolsa e ganhando relevância, e até um índice setorial que o representa. Diversas empresas do agronegócios listadas são na realidade agroindústrias e já são parte do fenômeno descrito.

Mas aguardemos as novas diretrizes para a indústria e o agronegócio, e vejamos que papel o BNDES terá como agente financiador destes setores. Temos que deixar de ser uma república bananeira, mas um produtor de bens manufaturados de qualidade – e mais: que usa insumos como energia verde e renovável, que deixa uma baixa pegada de carbono, e que é um dos pioneiros no uso do hidrogênio no processo de descarbonização em diversas cadeias indústrias (e no uso de combustíveis limpos e renováveis, como o etanol e o biometano).

### Desempenho dos Fundos – Novembro de 2022.

Antes de comentarmos os resultados dos fundos, faremos um resumo das principais empresas que compõem nossas carteiras, com comentários sobre resultados e fundamentos.

Apresentamos aqui, então, os atores envolvidos e explicamos como, em conjunto, eles realizam uma grande obra, cada um com seu importante papel dentro da nossa estratégia. Cada um deles passa por muita transformação com potencial de destravar e gerar valor. Isso ficará evidente a cada trimestre aos investidores com vistas ao próximo trimestre ou ano. E para nós, de olho no horizonte mais longo, os retornos serão ainda mais satisfatórios.

Contribuímos assim para que nossos atuais investidores – e para leitores que ainda não investem conosco, mas se interessem em fazê-lo, para o que estão desde já convidados – conheçam melhor as investidas.

O mercado teve um novembro estressante, com as incertezas pós-eleições, principalmente com a demora na indicação/nomeação dos novos ministros. Exceto pelo IDIV (que subiu 0,8%), todos os principais índices referenciais despencaram: o IBOV encerrou o mês com queda de 3,06%, e o SMLL caiu nada menos que 11,2%. Nossos principais fundos, entretanto, ficaram longe dos *benchmarks*: o Flagship 60 perdeu apenas 1,7%; o Delphos caiu 1,19%; e o Verbier, teve variação negativa de 0,56%.

As incertezas locais, somadas aos *lockdowns* na China e à lentidão da economia global, contribuíram para ofuscar em parte os excelentes resultados das nossas empresas investidas, divulgados na primeira quinzena de novembro. Nossos fundos conseguiram atravessar o mês escapando do fenômeno chamado “*Fly to Quality*” – a corrida do mercado em busca de empresas mais líquidas, supostamente de menor risco, em cenários de estresse. Isso acaba por afetar as *small caps*. Mas essa “aversão” torna nosso desempenho ainda mais diferenciado, uma vez que nossos fundos têm foco justamente nessas empresas, de menor valor de mercado. Nós aqui separamos joio de trigo (e trigo faz parte do nosso nome).

Enquanto esta Resenha é escrita o cenário continua a ser de incerteza. Por isso, faremos nela um sumário geral das TOP 10 posições da Trígono. Fazemos isso como forma de tranquilizar nossos cotistas sobre o atual momento de nossas investidas, e de explicar de onde vêm resultados tão acima dos *benchmarks*. Boa parte delas tem receitas em moeda forte e são desalavancadas: seis das dez operam com caixa líquido (ou seja, as disponibilidades superam a dívida total).

Consideramos a Metal Leve entre elas, por ter contas a receber em euros na Europa, que podem ser convertidos em real e internalizados para pagamento de dividendos quando bem quiser (o que foi feito no 1S22). O real desvalorizado acaba por beneficiar, assim, nossas investidas, compensando o ambiente de juros elevados e de PIB fraco, pois boa parte das receitas são geradas diretamente pelas empresas investidas – e indiretamente por clientes locais exportadores que também ganham no câmbio.

Antes de entrarmos nas explicações, resumimos os principais indicadores das dez principais posições, comparando-os com período semelhante do ano anterior, e mostramos a evolução de ações e múltiplos usados pelo mercado como referência. Fica visível o quanto estão descontadas, especialmente devido aos excelentes resultados apresentados:

Empresa	RECEITA (R\$ MM)			EBITDA (R\$ MM)			LUCRO LÍQUIDO (R\$ MM)		
	9M21	9M22	∧ 22/21	9M21	9M22	∧ 22/21	9M21	9M22	∧ 22/21
Banco do Brasil	89.430	183.716	105%	-	-	-	14.358	22.384	56%
Ferbasa*	1.707	2.425	42%	622	1.096	76%	406	911	124%
Kepler	809	1.313	62%	123	412	235%	76	279	268%
Metal Leve	2.674	3.108	16%	559	643	15%	365	440	21%
Positivo	2.291	3.727	63%	253	434	72%	132	169	28%
Schulz	1.254	1.547	23%	191	309	62%	118	175	48%
Simpar	9.728	16.956	74%	2.776	5.154	86%	607	312	-49%
Tronox	693	647	-7%	222	29	-87%	203	32	-84%
Tupy	5.024	7.587	51%	674	1.017	51%	142	446	215%
Unipar	4.270	5.834	37%	2.011	2.341	16%	1.316	1.186	-10%

\*Foi utilizado o resultado consolidado

Empresa	Margem EBITDA (%)		Margem Líquida (%)	
	9M21	9M22	9M21	9M22
Banco do Brasil	-	-	16,1%	12,2%
Ferbasa*	36,4%	45,2%	23,8%	37,5%
Kepler	15,2%	31,3%	9,4%	21,3%
Metal Leve	20,9%	20,7%	13,6%	14,1%
Positivo	11,0%	11,6%	5,8%	4,5%
Schulz	15,2%	20,0%	9,4%	11,3%
Simpar	28,5%	30,4%	6,2%	1,8%
Tronox	32,0%	4,4%	29,3%	5,0%
Tupy	13,4%	13,4%	2,8%	5,9%
Unipar	47,1%	40,1%	30,8%	20,3%

\*Foi utilizado o resultado consolidado

Empresa	Desempenho Ação*	
	U12M	YTD
BBAS3	24%	36%
FESA4	41%	24%
KEPL3	120%	76%
LEVE3	16%	10%
POSI3	-2%	-18%
SHUL4	13%	17%
SIMH3	-23%	-32%
CRPG5	-39%	-53%
TUPY3	49%	43%
UNIP6	45%	19%

\*Cotação final em 30/Nov/22

Empresa	EV/EBITDA		P/L	
	9M21	9M22	9M21	9M22
Ferbasa	6,1	3,1	10,7	4,3
Kepler	6,9	3,5	13,6	5,5
Metal Leve	6,1	3,9	9,0	5,5
Positivo	3,5	4,3	4,7	6,1
Schulz	7,4	5,1	8,1	6,7
Simpar	7,1	5,3	14,4	11,8
Tronox	8,2	7,2	7,6	7,8
Tupy	4,8	4,6	12,8	8,0
Unipar	3,0	2,7	4,7	5,4

Empresa	ROE		P/L	
	9M21	9M22	9M21	9M22
Banco do Brasil	12,6%	19,0%	4,7	3,6



Empresa	Dívida Líquida		Dívida Líq/EBITDA	
	9M21	9M22	9M21	9M22
Banco do Brasil	-	-	-	-
Ferbasa*	-212,8	-889,4	-0,3	-0,6
Kepler	-381,5	-152,4	-2,4	-0,3
Metal Leve	-177,9	58,6	-0,3	0,1
Positivo	344,0	998,6	1,0	1,9
Schulz	365,8	360,7	1,4	0,9
Simpár	11.726,6	24.496,3	3,3	3,5
Tronox	-416,4	-389,9	-1,7	-3,1
Tupy	990,0	1.544,0	1,2	1,3
Unipar	-464,7	-191,9	-0,2	-0,1

\*Foi utilizado o resultado consolidado

### Banco do Brasil: Gigante com múltiplos de Small Caps

Para abrir as cortinas, nada melhor que apresentar uma das novidades do TOP-10 Trígono. Apesar de ser uma Large Cap (com valor de mercado de R\$ 100 bilhões), vemos o Banco do Brasil (BB) por múltiplo de cerca de 3,5x seu lucro (P/L). Esse é múltiplo de *small caps*, muito abaixo de seus pares – o Itaú negocia a 9x e Bradesco, a 7,4x. Excluída a participação de 66,25% na BB Seguridade (cujo valor, em 30 de novembro, era de R\$ 63 bilhões), restam R\$ 37 bilhões de valor de mercado ajustado ao BB; o Santander, por exemplo, é negociado ao valor de R\$ 206 bilhões.

A Trígono, como se vê, também está de olho nas grandes empresas da bolsa, o que permite aproveitar oportunidades pontuais e adicionar à carteira daqueles fundos não relacionados exclusivamente a *small caps*. Não temos preconceito com tamanho de empresas – apenas somos disciplinados na busca de valor para nossos investidores.

Os resultados do BB no ano até o momento vêm destoando dos outros grandes bancos. O lucro líquido acumulado de janeiro a setembro ficou em R\$ 22 bilhões, um aumento de 56% sobre o mesmo período de 2021. O que nos chama a atenção é o crescimento de 19% da carteira de crédito nos últimos 12 meses sem deixar a inadimplência sair do controle.

Os créditos em atraso há mais de 90 dias estão em 2,3%, abaixo dos 2,8% na média do Sistema Financeiro Nacional. Isso é importante em um momento em que o endividamento das famílias atinge 49,9% da renda corrente. Se excluirmos o lucro da BB Seguridade e a participação do BB neste resultado (R\$ 4,3 bilhões), o lucro ajustado do banco seria de R\$ 19,5 bilhões; anualizado para 12 meses (não é projeção), está em R\$ 26 bilhões – ou com P/L ajustado de apenas 1,4x ajustado (excluído BB Seguridade). Um múltiplo desse, associado aos dividendos do banco, nos parece uma enorme distorção de mercado. Talvez reflita o temor de ingerência do próximo governo no banco.

O grande *driver* de crescimento tem sido a carteira Agro, que já avança 26,7% e em breve atingirá o valor recorde de R\$ 300 bilhões. Outro dado do BB muito positivo para outras investidas da Trígono é o saldo de financiamento de máquinas e implementos: foram nada menos que 30% de avanço (R\$ 11 bilhões) nos últimos 12 meses, mesmo com juros mais altos no período. Mostra que o apetite do agronegócio brasileiro por investimentos segue forte. Essa posição é mais uma forma da Trígono se expor, ainda que de forma indireta, ao agro brasileiro – que hoje representa 27% do PIB, com grandes perspectivas de crescimento.

Além do múltiplo baixo, e contar com ativos de muito valor como a BB Seguridade, conta com ativos como a BB Asset (mais de R\$ 1,4 trilhão sob gestão) ou a parceria com o UBS em banco de investimentos, que está apenas no início.

Acreditamos que há um grande receio do mercado quanto à relação do governo que assumirá em janeiro com a condução do banco. Isso explicaria o enorme desconto no valor de mercado do BB – que, lembremos, é a mais antiga empresa negociada na B3.

Em nossa visão, esse risco é moderado, e o histórico do banco no governo PT não deixa a desejar: o lucro registrado em 2002, de R\$ 2 bilhões, chegou a alcançar R\$ 15 bilhões no ápice do governo Dilma. Uma eventual interferência na política de crédito do BB afetaria não só o próprio banco como todas as outras instituições financeiras (que teriam que competir com a oferta de crédito a taxas mais baixas). Essa política, a depender da forma como for implementada, pode até resultar em ganho de mercado e crescimento nos resultados.

Hoje, o BB se enquadra como uma excelente pagadora de dividendos, ao estipular um payout de 40% (o *dividend yield* pode superar 12% ao longo de 2023).

#### **Ferbasa: resultados resilientes e forte geração de caixa mesmo em cenário desafiador**

O cenário macroeconômico global desafiador, inclusive com a expectativa de recessão nas principais economias do mundo, teve impacto no preço de muitas *commodities*, apesar do mercado físico (estoques e oferta) se encontrar muito pressionado. *Lockdowns* na China para conter o avanço da covid-19 também contribuíram para esse cenário. Os preços das ferroligas FeCr e FeSi sentiram efeitos pontuais.

Apesar de tudo isso, os resultados da Ferbasa foram robustos, com avanço de 19% em relação ao 3T21: o lucro foi de R\$ 277 milhões. No acumulado do ano, o lucro ultrapassa R\$ 910 milhões, seguido de uma fortíssima geração de caixa – acima de R\$ 480 milhões, mesmo com distribuição de R\$ 245 milhões em proventos e serão cerca de R\$ 80 milhões adicionais anunciados até o final do ano.

Entre os fatores que contribuíram para isso pode-se citar: o câmbio em patamar favorável; preços substancialmente mais elevados do FeSi75% (com prêmio para a especialidade HP - *high purity*), travados por 12 meses desde abril para determinados clientes japoneses; e patamares recordes para os preços do FeCr BC (Baixo Carbono) desde o início do conflito da Rússia (a maior exportadora mundial dessa especialidade de ferroligas). O FeCr BC, lembremos, é usado para reduzir ou equilibrar o teor de carbono do aço inox, que resulta num produto de qualidade superior.

A produção ficou estável em relação aos trimestres anteriores (75,5 mil toneladas), mas as vendas caíram: 13% frente ao 3T21 e 6% em relação ao 2T22. O resultado foi um aumento de estoques na ordem de R\$ 90 milhões (que possivelmente será comercializado no 4T22). Esse movimento pode indicar que a Ferbasa está bem estocada no momento em que os preços das ferroligas começam a se recuperar na China – os do FeCr já sobem 10% desde as mínimas em setembro e se encontram ainda 20% abaixo das máximas de maio; já os estoques de minério de cromo, 80% do consumo pela China supridos pela África do Sul, estão nos menores níveis em pelo menos 2 anos, o que indica possibilidade de aumento de preços em toda a cadeia.

Quem assistiu o Trígono Day (22 de novembro – disponível no Youtube) pôde perceber um certo otimismo da Ferbasa em relação ao mercado, com preços tendendo a subir, principalmente na produção de FeSi 75%. Custos de coque e energia elevados são *drivers* que devem impulsionar os preços. Há uma forte correlação entre os custos do carvão e preços das ligas: nas de cromo, a influência chega a 50%; nas de ferro silício, a 65%. O cenário de incertezas, incluindo os *lockdowns* na China, causou um descasamento no curto prazo: mesmo com os preços do carvão térmico próximo das máximas, as ferroligas recuaram no 3T22, situação absolutamente atípica e que sugere eminente correção de preços. Os preços de carvão e coque apresentaram certo arrefecimento recentemente, mas ainda assim seguem muito elevados.

Para completar, a África do Sul, responsável por 80% da importação chinesa de cromita e por 24% da produção mundial de ferrocromo, passa por graves problemas energéticos, sociais e econômicos. A situação financeira e operacional da Eskom (estatal de energia sul-africana, que gera 95% da energia elétrica do país) piora a cada dia: os cortes de cargas estão 2 vezes maiores que em 2021. Não há recursos para manutenção. Há inclusive sabotagem, para se causar problemas técnicos recorrentes que demandem serviços de manutenção fornecidos em condições de corrupção (algo semelhante à Lava-Jato). Apenas em outubro foram gastos 11 bilhões de rands (cerca de US\$ 625 milhões) em diesel (em substituição ao carvão) e a empresa busca acordo com a estatal PetroSA para obter mais combustível. O estado atual das usinas é de depreciação e sucateamento avançados, com necessidade de manutenções mais frequentes – ocasionando muitas paradas não programadas.

A única saída está em elevar o preço da energia de forma significativa – o que já está em tramitação na NERSA (agência reguladora): poderá vir por aí um aumento de 32%, numa data um tanto inconveniente para a credibilidade desse tipo de anúncio – 1º de abril (de 2023). A decisão sai ainda neste mês. Em razão da forte correlação de preços entre ferrocromo e energia, isso pressionaria os produtores sul-africanos, e o resultado pode ser uma queda na produção (a fim de aliviar os transtornos para consumidores residenciais e comerciais).

A tese da Ferbasa não se resume a preços favoráveis das ferroligas: a companhia pode explorar diversos projetos e oportunidades para se tornar mais competitiva em custos e elevar o valor agregado de seus produtos. Para começar, a produção de FeSi HP adicional – de 50 mil para 70 mil t/ano, de um total de 100 mil toneladas de ferrosilício – está em fase pré-operacional até o final do ano. Existe a possibilidade de adquirir uma mina de carvão metalúrgico na Colômbia, o que verticalizaria a produção ainda mais e traria maior controle de custos.

Fora isso, investimentos em energia elétrica, associados a novos fornos de ferroligas e em substituir a CHESF pela autogeração ensejam custos menores de produção – e mais: produtos com baixa pegada de carbono, de que o mundo tanto necessita, e para os quais não há fornecedores. Exceto no Brasil: aqui, há a Ferbasa.

Um ponto crítico para a expansão da produção do FeSi é a disponibilidade de biorredutor (carvão vegetal). Hoje a Ferbasa precisa comprar 15% do que usa de florestas de MG, por preços 50% maiores ao da produção do seu próprio carvão. A boa notícia é que na fazenda de Maracás (a cerca de apenas 50 hectares da invasão pelo MST) há 5 mil hectares em que serão construídos 10 fornos de carvão; pode ser indicativo de autossuficiência e eventual espaço para aumentar a produção de FeSi e reduzir custos.

Outra possibilidade seria explorar parte de florestas próprias ainda não plantadas com eucaliptos, já que estas ocupam apenas 25 mil ha em uma área de 65 mil ha da empresa. Há

amplo espaço para novas florestas de eucaliptos, respeitando as reservas legais e excluindo áreas de morro economicamente e operacionalmente inviáveis.

Existe também a possibilidade de sair da modulação do horário de ponta e incrementar em até 12% a produção da companhia, sem nenhum investimento adicional necessário. Para isto, a saída seria encerrar o contrato com a CHESF no ambiente regulado e fazer um novo no ambiente de mercado livre (que poderia ser contratado com a própria CHESF). A grande dúvida é: compensa fazer grandes investimentos para entrar em novas fontes próprias de origem eólica? Ou seria melhor optar pela decisão mais rápida e sem investimento, mas que traz incertezas em relação a prazos de contratos no ambiente livre?

Para deixar a CHESF, caso seja esse o caminho escolhido, a Ferbasa precisa avisar 1 ano antes, se de forma integral, ou 6 meses, se parcial. Seja qual for a escolha feita, acreditamos que será muito positiva para se reduzir custos e aumentar a capacidade.

É fundamental a Ferbasa estar apta a aumentar a produção, pois a Aperam (principal cliente de FeCr) tem se mostrado cada vez mais propensa a aumentar sua produção de aço inoxidável no Brasil. Isso demandaria ainda mais FeCr, e a Ferbasa é única produtora no país. A Aperam vem operando com margens recordes no Brasil, em mercado com grande espaço para crescimento – por aqui, se consome 1,4 kg per capita de inox, enquanto na China são 9 kg per capita (o PIB per capita brasileiro equivalente à China implica em um consumo de 3,5 kg per capita). Sem contar que toda incerteza na Europa onde possui duas plantas de inox força a empresa a focar onde seus custos são menores, com grande espaço de crescimento e uma produção neutra em carbono.

Também a Aperam poderá investir em maior capacidade de aços elétricos, essenciais na eficiência energética de transformadores, geradores, motores e veículos elétricos, e que necessitam FeSi75% HP. A Ferbasa exporta 100% deste produto, notadamente para o Japão (a Nippon Steel, maior cliente, também deverá ampliar a produção de aços elétricos).

Com caixa líquido de quase R\$ 1 bilhão, a Ferbasa tem recursos suficientes para realizar seus projetos e ainda distribuir excelentes proventos. Além dos R\$ 245 milhões distribuídos entre JCP e dividendos, recentemente foi aprovada nova distribuição de dividendos de R\$ 38,6 milhões e R\$ 30,6 milhões em JCP, todos referentes ao 3T22. Com espaço para mais uma distribuição de JCP relativo ao 4T22 e dividendos adicionais.

### **Kepler: Exposição no agronegócio sem os riscos inerentes do setor e líder setorial**

Na Resenha anterior comentamos de forma rápida os resultados da Kepler. Para não nos repetirmos aqui, vamos nos deter um pouco mais sobre a tese de investimento e as vantagens competitivas deste *case*.

Estima-se que até 2030 a população mundial demandará 35% mais alimentos e 40% mais energia. Isso abre uma oportunidade para o etanol de milho, o que impulsionaria o agronegócio brasileiro. Nosso país é um dos únicos capazes de aumentar a produção de maneira significativa, seja expandindo as terras agricultáveis, seja aumentando a produtividade. O Brasil também é o único capaz de cultivar três safras ao longo do ano. A produção poderá ainda dobrar na 2ª safra (são 50,3 milhões de hectares usados apenas uma vez por safra) sem abrir uma nova área que seja. Desta forma, considerado o celeiro do mundo

pela FAO, o Brasil deverá aumentar a produção de grãos de cerca de 280 milhões de ton na safra 21/22 para algo em torno de 500 milhões de ton no final desta década.

O crescimento anual na produção de grãos desde 2013 no Brasil foi de 5,8%; desempenhos muito mais modestos tiveram os três maiores produtores – China (0,8%), EUA (0,4%) e Índia (1,3%). Vê-se aí a dificuldade desses países aumentarem sua produção além dos ganhos de produtividade. O consultor Carlos Cogo deu uma verdadeira aula sobre o agro brasileiro em nosso Trígono Day e, segundo ele, não há dúvidas hoje de que o Brasil atingirá 500 milhões ou 600 milhões de toneladas de grãos. Só resta saber quando isso acontecerá. Algumas estimativas são de 580 milhões de toneladas em 10 anos (incremento de 280 milhões de toneladas na produção atual), ou os 500 milhões de ton mais modestos até 2030.

Aí entra a Kepler. Onde todo esse grão vai armazenado? O Brasil tem hoje um déficit de armazenagem de 90 milhões de toneladas, e deve chegar a 132 milhões em 2023. Esse é, de longe, o maior gargalo do agronegócio no país: reduz a qualidade do grão e leva à venda em momentos de preço baixo e frete caro.

Grande parte deste déficit fica dentro da fazenda, na qual o produtor consegue armazenar apenas 14% da produção – contra 65% nos EUA, 50% Europa e 40%, vejam só, na Argentina. O correto seria armazenar na origem, escoando ao longo da safra – uma boa capacidade de estocagem permite obter melhores preços do grão. Na última safra vimos diversas imagens de produtores que colheram acima do esperado e não tiveram onde estocar o excesso. Ficou a céu aberto – o que, claro, levou a perda de parte da produção, com a exposição à umidade, a fungos e ataques de insetos e roedores. As perdas são substanciais.

Nos últimos dois anos houve forte valorização das terras agrícolas: no Sul e no Centro-Oeste os preços dobraram. Geralmente o produtor usa o lucro para comprar novas áreas e expandir a produção. Com os preços altos, no entanto, ele é forçado a olhar para dentro da fazenda: investir em ganhos de produtividade se torna a norma – e isso inclui estruturas de armazenagem. Se mesmo assim ele preferir olhar para fora, ele busca áreas onde o hectare é mais barato – caso do Norte e do Nordeste (do MATOPIBA, onde a terra chega a custar 20% do que custa no Sul). Mesmo nesse caso, são necessários novos investimentos em armazenagem.

No Trígono Day (22 de novembro – confira no Youtube) foi dada grande ênfase às vantagens competitivas da empresa: a marca Kepler Weber, por exemplo, é “*top of mind*” no segmento de armazenagem há 25 anos consecutivos, e está presente em mais de 75% dos negócios de armazenagem no Brasil (sendo a única empresa no segmento com presença nacional). A companhia consegue também um *premium price* de 10% a 25% e o índice de recompra (clientes que voltam a fazer negócios) é de 70%. Índice igual, só em marcas como Apple, com seu iPhone.

A diretoria tem entre seus objetivos diversificar a distribuição de vendas, hoje concentradas no pós-colheita, ou seja, silos (75%), e 25% nos demais. A meta é chegar a uma proporção 55/45, aumentando a exposição em receitas recorrentes – como a divisão de reposição e serviços, que deverá ser um dos maiores segmentos nos próximos anos (com receita anual podendo chegar a R\$ 300 milhões). As vendas chegam a 21 Estados, mas a meta são as 27 Unidades da Federação – e para isso o próximo passo será abrir centros de distribuição em Minas Gerais e Bahia até 2025.

Atualmente a ação é negociada ao múltiplo de 5,3x P/L. Um múltiplo tão baixo mostra que o mercado ignora as avenidas de crescimento para a KW, e que a companhia precisa de pouco

capital de giro (o fluxo financeiro do cliente através de adiantamentos é o que financia a maior parte da operação) – o que a posiciona também como excelente pagadora de dividendos. Em novembro foram aprovados R\$ 70 milhões em proventos e o *yield* acumulado chegou a 6% nos últimos 6 meses como antecipação, com espaço para novas distribuições.

### **Metal Leve: Resultado recorde e dividendos no radar, mesmo em ambiente desafiador**

A Metal Leve teve um de seus melhores trimestres neste ano, mesmo em um momento de ventos contrários – como juros elevados, paralisação de montadoras, falta de componentes e insumos elevados. A receita líquida avançou 26% no 3T22 sobre 2021 e atingiu R\$ 1,2 bilhão, impulsionada por todos os segmentos, mas com destaque para o *aftermarket* (reposição) doméstico, que cresceu 47%. Por ser a divisão mais rentável, a maior representatividade refletiu em ganho de margens.

Se, apenas como um exercício, anualizarmos o lucro líquido de R\$ 202 milhões, teríamos um valor próximo de R\$ 800 milhões em 12 meses – o que significaria um múltiplo de P/L de 4x. No período pré-pandemia, a ação era negociada por múltiplos de 14x o lucro.

Esse bom resultado vem de, entre outros fatores: ganhos de escala; queda do preço da sucata; repasse de preços; e melhor mix de produtos – com destaque para o crescimento em filtros. Antes, a Metal Leve atuava apenas como revendedora; agora, tem produção própria, com novos produtos e mais sofisticados.

Até outubro, a produção de veículos leves cresceu 7% no acumulado do ano, enquanto a de caminhões está estável em relação a um ano antes: 2,4 milhões anual de veículos a serem produzidos neste ano – bem aquém da capacidade instalada, de 4,7 milhões de unidades, e da média dos últimos 15 anos – de 2,9 milhões. A produção mais lenta implica num envelhecimento gradativo da frota brasileira, atualmente em 46 milhões de veículos que demandam cada vez mais manutenção (em especial veículos comerciais e pesados). Isso favorece a venda de peças para reposição.

Mesmo com todas as incertezas, a produção de veículos no mundo avançou 3,5% até outubro – na contramão da tão temida e comentada recessão. A Argentina, vista como um ponto negativo por muitos analistas, tem entregado uma boa produção: crescimento de 10% em leves, 5,8% em caminhões. A frota de nossos *hermanos* também é muito velha, favorecendo o *aftermarket*. De novo: importa analisar os fundamentos específicos da empresa, para não ir na onda do *top-down* puramente macroeconômico.

Para completar, a companhia tem créditos fiscais relevantes ainda não contabilizados. Os R\$ 105 milhões em créditos de PIS/COFINS reconhecidos em 2021 retroagem de 2019 até 2017, com todo um histórico ainda a ser calculado e não refletido contabilmente. O valor está sendo periciado e poderá ser convertido em dividendos. E por falar neles, há R\$ 175 milhões (quase 6% de *yield*) nas reservas especiais que podem ser distribuídos a qualquer momento.

Sem contar que a Metal Leve tem um payout de 95% e, dado o patamar atual de lucro e praticamente sem dívida líquida, tem um *dividend yield* potencial de 20% caso essa política de distribuição seja mantida. Fora os resultados não recorrentes de natureza tributária e judicial, como créditos junto à Eletrobras relacionados a empréstimos compulsórios já pacificados pelo STF, mas ainda não contabilizados.

### **Positivo: Diversificação de negócios ameniza varejo mais fraco**

A estratégia de diversificação de negócios da Positivo tem se mostrado acertada, o que gerou resultados satisfatórios mesmo com o varejo brasileiro em meio a dificuldades – as vendas *online* na Black Friday, por exemplo, caíram 25% sobre 2021. A divisão de *commercial* representou 79% da receita bruta no 3T22, puxada por vendas corporativas, instituições públicas, venda de maquininhas para soluções de pagamento (e não mais restrito a Cielo) e *Haas* (locação de equipamentos). Já a divisão de varejo teve decréscimo de 48%, com vendas pressionadas por inflação alta, juros elevados e mesmo um reflexo da guerra na Ucrânia. Lenovo e Asus tinham grande parte de suas vendas no país; com o conflito, as vendas, claro, caíram lá, o que levou à formação de um excesso de estoques das duas empresas – que acabaram por redirecionar parte desse excedente de *notebooks* para o Brasil. Isso pressionou o mercado com preços e grande oferta de produtos.

Por outro lado, o *pipeline* de novas licitações com instituições públicas passa de R\$ 7,7 bilhões, que devem se somar ao *backlog* atual, de R\$ 2 bilhões. A Positivo costuma participar de 50% das licitações, com taxa de sucesso de 50% – o que representaria um potencial adicional de R\$ 1,9 bilhão à sua carteira de pedidos. Recentemente foram ganhas licitações com secretarias de Educação de MG, GO e SC, e para fornecer *tablets* a Salvador. O governo que assume em janeiro tem histórico de investimentos sociais e na máquina pública, podendo adicionar novas licitações de *tablets* e computadores.

Após polêmicas com a apuração das urnas, pode surgir interesse em acelerar a troca dos equipamentos antigos, uma vez que o modelo da Positivo é o único que é auditado e a empresa foi a única qualificada na última licitação. As urnas brasileiras têm características únicas, portanto não há fabricantes de outros países que pudessem ser atraídos.

Apesar do lucro líquido de R\$ 50,5 milhões no 3T22 representar recuo de 6% (ano contra ano), no acumulado dos primeiros 9 meses o valor chega a R\$ 169 milhões – alta de 28% sobre o ano passado. A Positivo era negociada ao múltiplo de P/L de 5,5x em 30 de novembro.

Para os próximos trimestres esperamos que frentes de negócios como as maquininhas do comércio, *Haas*, serviços e corporativo continuem ganhando espaço. Também espera-se uma redução na alavancagem da companhia, de 1,9x o EBITDA atual (ante 1x no 3T21), reflexo da maior necessidade de capital de giro para atender o grande volume de licitações e projetos especiais.

### **Schulz: Excelência operacional vêm gerando resultados e premiações**

A Schulz vem colhendo os frutos dos elevados investimentos realizados desde 2017, com resultados se materializando trimestre após trimestre. De janeiro a setembro, a receita avançou 23% e foi a R\$ 1,5 bilhão – mas, mais importante, este crescimento vem com forte incremento de margem. Só no 3T22, o EBITDA totalizou R\$ 148 milhões, acima de todo 2019 (último ano antes da pandemia), com margem recorde de EBITDA de 24,7% (ante 16% no 3T21). O desempenho, no entanto, reflete ajustes pontuais de preços de matéria-prima – não deve ser visto como normalizado, portanto. O mais razoável seria considerar a margem EBITDA dos últimos 12 meses, de 20,6%. Apenas como exercício, se anualizarmos a receita do

trimestre, a Schulz geraria EBITDA de R\$ 480 milhões (ou 4,3x EV/EBITDA com base na cotação de 30 de novembro).

Além do reajuste de preços, as boas margens refletem também o processo de substituição de produtos mais antigos, de menor valor agregado, por novos, com maior complexidade industrial e tecnologia embarcada. Muitas vezes são produtos que o próprio cliente tem dificuldade em desenvolver – e levam o problema para a Schulz resolver – e esta resolve. É o caso de clientes como John Deere, Caterpillar e Scania, montadoras de ponta com escala global, que recorrem à expertise da Schulz para desenvolver produtos que eles mesmos não conseguem. Dá um certo orgulho, até (um certo não: um grande orgulho).

Tivemos a oportunidade de visitar recentemente as plantas da companhia em Joinville. São representativas do que de melhor existe na indústria, aqui e lá fora. A Unidade 2 de usinagem opera a plena carga – 6 dias por semana, 24 horas por dia, e poderá ser expandida com novas aquisições de equipamentos. A planta tem 2 anos de construída – é um verdadeiro Estado da Arte. Segundo a própria John Deere não há outra igual no mundo, conforme constataram sua alta diretoria (vários vice-presidentes), em recente visita à Joinville (vide comentário adiante sobre John Deere).

Com clientes com esse grau de confiança, a Schulz ganha maior representatividade dentro das montadoras. São mais de 50 robôs alemães Kuka, produzindo de forma 100% autônoma, com diversas máquinas trazidas da Europa, de primeira linha. Para se ter ideia, há uma máquina-ferramenta de 40 metros de comprimento, com 85 diferentes aplicações e totalmente automatizada. A automatização é tanta que impressiona a falta de pessoal na linha. E quem quiser se arriscar a andar descalço pelo chão da fábrica, pode fazer isso tranquilo de chegar ao outro lado sem sujar os pés de graxa ou pó, tal é a limpeza.

Outro fator importante é que as peças saem da fundição já quase que usinadas, gerando pouco resíduo – e estes são compactados em briquetes e 100% reaproveitados. O refugo (trabalho que precisa ser refeito) é quase inexistente e descartada ainda na Schulz na área de controle de qualidade, não gerando problemas para os clientes. Além das máquinas modernas, há um time de engenharia muito competente e criativo, para deixar as plantas mais equipadas e eficientes. Recentemente compraram uma prensa usada na Holanda por R\$ 700 mil e gastaram R\$ 300 mil na sua reforma – o equipamento novo custaria ao menos R\$ 6 milhões.

John Deere e Caterpillar aumentam cada vez mais o relacionamento com a Schulz. A primeira recentemente anunciou novo investimento – de R\$ 190 milhões – e a contratação de 500 pessoas no Brasil, voltados para a divisão de linha amarela. A produção de máquinas avança fortemente há alguns anos e, de acordo com a Anfavea, o mercado de tratores deve encerrar este ano com crescimento de quase 18%, atingindo 62 mil unidades produzidas.

Para suportar todo esse crescimento, os investimentos continuarão em ritmo acelerado. Os investimentos nos 9M22 totalizaram R\$ 94 milhões e, até o fim do ano, devem chegar a R\$ 150 milhões – 65% dos quais voltados à divisão automotiva (o restante, para compressores). E mesmo com tanto investimento e crescimento, a dívida líquida caiu R\$ 120 milhões no período – fruto de uma excelente gestão do capital de giro. Negociada a um múltiplo de P/L de 6,7x (últimos 12 meses); se mantiver no último trimestre o mesmo lucro do 3T22, essa relação será ainda menor – e isso para uma empresa que deverá crescer continuamente por vários anos, com fatores qualitativos de dar inveja a outras grandes indústrias. Tudo sem deixar de pagar dividendos e JCP adiantado a cada trimestre.



Os números cada vez mais expressivos provam o porquê de a Schulz ter tanto cacife junto a seus clientes. Neste ano, a empresa foi premiada como *Supplier of the Year* pela John Deere – no páreo, nada menos 650 outros fornecedores do mundo todo. Mais um troféu, dos tantos que a companhia coleciona – como o de excelência operacional pela Caterpillar, que a colocou em nível ouro – láurea que só outras quatro empresas no mundo têm; e um *Supplier of the Year* concedido pela Volvo em 2006. A Trígono também colocou a Schulz em seu círculo de confiança, ao chegar recentemente a 15% das ações PN da companhia.

### **Simpar: Despesas financeiras ofuscam crescimento operacional**

A Simpar está entre as poucas investidas pela Trígono a ter sentido o baque dos juros altos no lucro líquido. A alavancagem se deu pela rápida expansão dos negócios e para aproveitar as oportunidades de consolidação e investimento nos diversos negócios da *holding*. Nesta chave está a Vamos, com potencial de crescimento de 3 a 4 vezes apenas com os clientes atuais – muitos deles a caminho de substituir as frotas próprias pela locação. Também houve aquisições na JSL, Movida e Automob (diversas concessionárias de veículos), cujos resultados e sinergias ainda não foram totalmente incorporados.

Acompanhamos a empresa há anos e operar alavancada faz parte do seu *modus operandi* – não é, portanto, o primeiro ciclo de alta de juros que a companhia atravessa. O importante é que os financiamentos têm prazos longos, e os custos financeiros, bem como o pagamento dos mesmos, tem na geração de caixa dos investimentos sua principal fonte (e eventualmente de um *follow-on* na bolsa, como observado em Vamos e Movida) seu principal meio de pagamento.

Nos desafios enfrentados pela empresa também constam a ocorrência durante o governo Dilma, o *impeachment* dela, a greve dos caminhoneiros durante a gestão Temer e a pandemia. Apesar dos juros impactarem a última linha, operacionalmente os crescimentos seguem com dois dígitos: no acumulado de nove meses, a receita líquida avançou 74% e o EBITDA, 86% – totalizando R\$ 5,1 bilhões. O lucro acumulado ficou em R\$ 312 milhões (queda de 49%), mas, nos últimos 12 meses, chegou a R\$ 1 bilhão. O valor de mercado, de R\$ 6,3 bilhões em novembro, implica múltiplo de P/L de apenas 6,3x. Mas desde o IPO, em 2010, houve um crescimento anual de receitas de 13,8x, ou impressionantes 24,4% ao ano – com EBITDA a um ritmo de 31,3% ao ano. Ou seja: dobrou a cada 3 anos.

A grande verdade é que, no fim das contas, momentos como este são oportunidades para a consolidação da Simpar no longo prazo. Como os concorrentes não possuem o mesmo poder de barganha para compra de ativos (o grupo é o maior comprador de caminhões do Brasil, o que permite descontos relevantes) nem acesso a financiamentos a longo prazo e ao mercado de capitais, o grupo vai ganhando mercado. Os competidores seguraram investimentos enquanto a Simpar continuava a crescer, e até acelerar em 2021 e 2022. Os juros altos também incentivam os potenciais clientes a recorrerem à locação: assim, não precisam imobilizar capital, deixando esta função para a Simpar.

A Vamos ainda deve entregar boas taxas de crescimento por um longo período. Com uma frota de 38 mil ativos, a expectativa é atingir 100 mil até 2025 – quase triplicando de tamanho em pouco mais de 2 anos. A demanda se mantém em níveis recordes, levando o *backlog* atual para R\$ 12,6 bilhões (pouco acima do dobro do observado no 3T21). Cerca de 90% dos contratos

têm prazos acima de 5 anos, trazendo previsibilidade aos resultados. Contratos firmados recentemente já asseguram crescimento para 2023.

Os investimentos no 3T22 atingiram R\$ 1,4 bilhão, resultado 94% maior que o de um ano antes. **Para que se entenda a dimensão desse volume, as empresas que estão entrando neste segmento como Volkswagen, Mills e a *joint venture* de Randon e Gerdau estão investindo, para 2 anos, o que a Vamos investe em um mês. Competidores que querem igualar o tamanho da Vamos têm de investir algo entre R\$ 13 bilhões e 15 bilhões – e isso em um negócio no qual não têm experiência nem clientes.**

Outra vantagem é o estoque de veículos 0 km disponíveis para locação pela Vamos (de R\$ 2,4 bilhões), que assegura implantação futura independente da disponibilidade das montadoras. O valor de mercado é 40% superior ao de aquisição, podendo gerar um *backlog* adicional de R\$ 3 bilhões e receita mensal de R\$ 50 milhões.

Quanto a JSL e Movida: a alta dos juros teve forte impacto sobre as despesas financeiras, com o lucro caindo 55% e 64%, respectivamente. A Vamos teve lucro líquido de R\$ 150 milhões no trimestre (35% de alta). A JSL segue assinando novos contratos em bom ritmo (R\$ 590 milhões apenas no 3T22) e focada em renegociar os existentes, o que tem levado a margens brutas maiores mesmo sob forte pressão de custos – diesel, pneus e óleos subiram significativamente. Já a Movida segue beneficiada pela estratégia assertiva de ter renovado a frota no *timing* perfeito e novo patamar de escala.

Apesar da relação Dívida Líquida/EBITDA da Simpar superar 3,5x, se anualizarmos o EBITDA consolidado do último trimestre, a relação cai para 3,1x. Isto sem considerar o forte CAPEX dos últimos trimestres, em parte ainda não capturado nos resultados (o que costuma levar dois trimestres para acontecer na íntegra). A posição atual de caixa consolidado supera R\$ 13 bilhões – suficiente para quitar toda a dívida até início de 2026. O prazo médio da dívida é de 7 anos no consolidado e 9 anos para a holding, o que é perfeitamente compatível com o crescimento da empresa e a monetização dos investimentos realizados.

Somadas as participações da Simpar em JSL, Movida e Vamos, e descontada a dívida da *holding*, temos um desconto de 31% (ou *upside* potencial de 45%). Estes, aliás, são os negócios listados do grupo; não colocamos na conta os não listados: CS Infra, CS Brasil, Automob e BBC Leasing. Juntos, estes totalizam EBITDA de R\$ 638 milhões nos últimos 12 meses. **Se atribuirmos um múltiplo de 4x ao EBITDA (bem conservador) para estas operações, temos um valor potencial de R\$ 2,5 bilhões – ou 40% do valor atual de Simpar.**

#### **Unipar: Trimestre marcado por efeito não recorrente. Preços de soda-cloro continuam a subir**

Em um trimestre marcado por efeito não recorrente, a Unipar viu seu lucro líquido cair 75% em relação ao mesmo período do ano passado, para R\$ 198 milhões. No entanto, no acumulado de nove meses, houve uma queda de 10%, em R\$ 1,2 bilhão. É importante destacar que os resultados foram marcados por uma perda na variação cambial de R\$ 362 milhões, em razão de um contrato mútuo entre as controladas da Unipar (Unipar Indupa Brasil e Unipar Indupa SAIC) que envolveu a troca de títulos públicos da Argentina, negociados no mercado americano. A marcação a mercado deste título foi responsável por este impacto relevante. No entanto, tal perda não é definitiva e poderá ser reduzida até o vencimento do título, agora em poder da empresa brasileira, uma forma de trazer recursos da Argentina para o Brasil.

Apesar destes efeitos, a conjuntura permanece favorável. Os preços da soda cáustica avançaram 250% desde o primeiro trimestre de 2021, sem sinais de arrefecimento. A Olin (par comparável listado na bolsa americana) anunciou novo aumento para a soda para o final do ano. Os impactos dos custos da energia nos competidores internacionais acabam refletindo em preços elevados, dinâmica esta que não afeta a Unipar. Aliás, a companhia espera ganhos de competitividade ainda maiores até 2024, pois 80% do seu consumo de energia virá de fontes renováveis e autoprodução.

Por outro lado, os preços do PVC caíram 47% em relação ao segundo trimestre, pressionados pela alta de juros e desaceleração da construção civil. Em compensação, os custos de produção do PVC também caíram, puxados pelo recuo do petróleo (insumos em grande parte são derivados do petróleo, a nafta e etileno, seu derivado). Assim, não houve uma substancial queda das margens operacionais.

A utilização da capacidade instalada se encontra em 84% - a média das três plantas – tendo recuado 7 pontos percentuais em relação ao trimestre anterior decorrente de uma parada programada para manutenção de 6 dias na planta de Cubatão. Em junho, foi iniciada a construção de uma nova fábrica de cloro e soda em Camaçari (BA) e já teve seu projeto alterado para o dobro do planejado inicialmente (20 mil toneladas de cloro e 22 mil toneladas de soda). Poderá haver novos aumentos no futuro. Há também um investimento de R\$ 100 milhões em andamento para aumentar em 15% a capacidade de cloro na planta de Santo André. Sem contar que a Unipar já sinalizou interesse na compra de ativos da Braskem no Polo Petroquímico do ABC, sendo esta unidade a fornecedora de nafta para a Unipar, o que a tornaria integrada.

Ressaltamos que a Unipar é uma rara combinação de crescimento, geração de caixa e distribuição de proventos. Em setembro apresentava R\$ 192 milhões de caixa líquido, outro fato pouco comum para empresas de capital intensivo e com farta distribuição de dividendos e ainda sob o impacto dos títulos argentinos comentados anteriormente. Somente em 2022, foram quase R\$ 1,4 bilhões distribuídos em dividendos, resultando em um *yield* de próximo a 14%. Nada mal! Preços da soda e cloro devem sustentar essa geração de caixa, mesmo sem renunciar aos investimentos em expansão e dividendos. Resta observar se de fato haverá a aquisição da planta da Braskem, por enquanto, mera especulação, mas que faz todo sentido.

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

O Flagship 60 teve uma desvalorização de 1,7% em novembro – bom resultado se levarmos em conta que seu benchmark SMLL caiu 11,2% no mês. Mesmo com o mercado receoso em relação à PEC da Transição e quem serão os novos ministros, nosso fundo se mostrou resiliente, reflexo dos resultados das empresas investidas divulgados recentemente. Se analisarmos o acumulado do ano, o Flagship 60 apresenta uma valorização de 7,9% contra -12,4% do SMLL, um alfa de 20,3% em 11 meses! Ao comparar janelas mais longas, o desempenho fica ainda mais expressivo, em 48 meses o fundo entregou um retorno de 198,1% ante desvalorização de 17,7% do referencial, alfa acima de 180%. Estes 180% representam uma valorização anual ou 29,4% composto anualmente!

A forte queda do SMLL pode ser explicada pela aversão ao risco dos investidores, que novamente optaram por buscar papéis com maior liquidez ou empresas que vem divulgando sólidos resultados – como é o caso de nossas investidas. Ou como comentamos na primeira

parte desta resenha, a abordagem top-down, onde a percepção de taxas de juros elevadas por um longo período, ou mesmo sua elevação, inibe investimentos em setores, empresas e índices mais relacionados. Companhias endividadas foram especialmente penalizadas, com receio de extensão do ciclo de alta dos juros e a volta da inflação. Nosso fundo e empresas investidas resistiram bem à aversão as small caps, evidenciando que a abordagem bottom-up superou o top-down uma vez mais.

Em nosso fundo, contribuíram positivamente no mês os setores de Mineração e Metalurgia (+1,6%) e Químico (+0,38%). Por sua vez, o Agronegócio e Logística foram os destaques negativos, com queda de 3,05% e 1,6% respectivamente, talvez explicado pelo fator taxa de juros. Nem sempre maiores retornos significa maior volatilidade e isto aplica-se para o Flagship 60 – a volatilidade anual ficou em 23,29%, enquanto o SMLL teve uma vol de 28,27%. Vale adicionar que defendemos concentração nas teses mais sólidas, com isso temos uma concentração em seis empresas, que juntas representam 81% do fundo. Seguimos o mandamento dos maiores gestores, como Buffet e Munger: guarde seus ovos em um único cesto e cuide muito bem dele. Poucas, mas preciosas, nossas galinhas poedeiras de ovos dourados, uma das características de diferencial da Trígono, convicção em nossas teses e concentração nas mesmas. Quanto maior as incertezas, maior a necessidade acompanhar de perto as principais posições enquanto uma diversificação excessiva não permite tal proximidade e boas teses acabam sendo corroídas por outras ruins, tendo a diversificação como único motivo.

**Por fim, é bom lembrar que o Flagship 30 continuará aberto até o dia 27 de dezembro.** Esta é uma excelente oportunidade para aqueles que se sentem mais confortáveis com prazos de resgate mais curtos – no caso D+30. Mas não se esqueça, defendemos que o investidor tenha um horizonte de pelo menos 2 a 3 anos ao investir nos fundos da Trígono e 30 dias a mais nada significam e que a carteira é exatamente a mesma. Os diferentes retornos dizem respeito à taxa de performance em diferentes períodos quando o Flagship 60 ainda não estava aberto, especialmente na janela de 48 meses.

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>FLAGSHIP 30</b>	<b>-0,47%</b>	<b>7,80%</b>	<b>18,23%</b>	<b>70,53%</b>	<b>108,51%</b>	<b>243,41%</b>	<b>238,34%</b>
<b>SMLL</b>	<b>-11,23%</b>	<b>-12,42%</b>	<b>-9,10%</b>	<b>-21,09%</b>	<b>-17,86%</b>	<b>17,77%</b>	<b>18,21%</b>

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>FLAGSHIP 60</b>	<b>-1,69%</b>	<b>7,90%</b>	<b>18,40%</b>	<b>70,94%</b>	<b>103,25%</b>	<b>198,13%</b>	<b>229,81%</b>
<b>SMLL</b>	<b>-11,23%</b>	<b>-12,42%</b>	<b>-9,10%</b>	<b>-21,09%</b>	<b>-17,86%</b>	<b>17,77%</b>	<b>18,21%</b>

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

Quanto ao Delphos, este teve uma desvalorização de 1,2%, ante ligeira valorização de 0,8% do IDIV (efeito Vale) – favorecido pela busca do mercado por empresas defensivas no atual momento e o bom desempenho de Vale no mês (+23,9%), que tem forte peso no índice e foi favorecida pela recuperação pontual do minério de ferro e relaxamento da política sanitária da covid na China (efeito top-down). Os setores que se destacaram positivamente em novembro foram Mineração e Siderurgia com 1,8% e Indústria com 0,55%, enquanto o Agronegócio desvalorizou 3,45% no período. Efeito da taxa de juros e desmontagem de posição de um

investidor relevante em empresa investida no setor do Agronegócio podem explicar tal queda. Nada que preocupe, pois eventual venda é um evento limitado e as taxas de juros de fato tem pouco impacto na principal empresa que conta com uma forte posição de caixa líquido.

No acumulado do ano o Delphos apresenta um excelente desempenho de 15,8%, pouco acima dos 14,5% entregues pelo seu índice referencial, mas muito acima do IBOV com 7,3% e negativo 12,3% do SMLL, lembrando que nosso fundo possui majoritariamente empresas que pagam excelentes dividendos e de menor capitalização ou valor de mercado, denominadas small caps. Na janela de 12 meses a valorização chega a 26,4% versus 16,3% do IDIV, retorno excedente de 10,1% em um ano! Em 48 meses, em tempo de copa do mundo, uma goleada, 205,2% para nosso Delphos e 55% para o IDIV.

Como explicado anteriormente, este fundo é concentrado em empresas com histórico e perspectivas de distribuição elevada de dividendos – seis delas representam 84% do portfólio. Em 2021, o fundo apresentou yield de 12,2%, ante 8,0% do IDIV (formado por empresas que possuem histórico de pagar excelentes dividendos). Essa grande concentração explica a volatilidade maior em relação ao IDIV (23,15% ante 18,75%). Mas cabe destacar que o IDIV contou com enorme contribuição dos dividendos da Vale e Petrobras (50% de toda a B3 em 2021), e que tal histórico dificilmente se repetirá, dado a queda de 50% no preço do minério de ferro com impacto na capacidade da Vale distribuir dividendos tão intensamente e ingerências políticas na Petrobras com integrantes do PT, como talvez o próximo presidente da empresa criticando a distribuição de dividendos da gigante petrolífera.

Acreditamos que a alta concentração não é motivo de preocupação ao cotista e sim um diferencial do fundo, como já comentado, que aloca nas melhores oportunidades da bolsa (em nossa visão, é claro), com elevado grau de convicção. Mesmo com uma alta concentração em apenas 4 setores, Agronegócio, Mineração e Metalurgia, Químico e Indústria juntos representam 88% do fundo, ressaltamos que cada empresa está bem-posicionada em nichos específicos (priorizamos análises bottom-up), com características próprias e excelentes avenidas de crescimento. Na figura abaixo, vide o desempenho do Delphos em janelas mais longas:

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>DELPHOS</b>	<b>-1,19%</b>	<b>15,80%</b>	<b>26,39%</b>	<b>91,19%</b>	<b>159,30%</b>	<b>205,15%</b>	<b>195,22%</b>
<b>IDIV</b>	<b>0,78%</b>	<b>14,50%</b>	<b>16,33%</b>	<b>16,74%</b>	<b>16,68%</b>	<b>54,99%</b>	<b>63,89%</b>

Em 4 anos, o alfa anual composto sobre o IDIV atingiu 20,6%, evidenciando o diferencial do fundo em relação ao benchmark que por sua vez apresenta um retorno muito superior ao IDIV, 55,0% e 25,7% do IBOV nos mesmos 48 meses. Sobre este, o alfa anual composto do Delphos é de 29,3%.

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

Apesar de apresentar leve queda em novembro, o fundo bateu o Ibovespa em 2,5 pontos percentuais no mês (-0,56% contra -3,06%). No acumulado de 2022, o Verbier proporcionou um ganho de 9,9%, contra 7,3% do referencial IBOV, caminhando para encerrar seu quinto ano consecutivo batendo o índice – a depender do desempenho de dezembro. A contribuição negativa veio mais uma vez do Agronegócio (-3,5%), seguido da Indústria (-0,29%). Já do lado

positivo, esteve Mineração e Metalurgia e Químico com retornos de 1,8% e 0,7% respectivamente. Os retornos positivos dos setores estão associados ao desempenho das empresas apresentados nos demonstrativos de 9 meses, e excelentes dividendos anunciados, até como surpresa aos investidores que conhecem as empresas. Dividendos são sempre bem recebidos e proporcionam a maior parte dos ganhos das ações no longo prazo.

Desde seu início em julho de 2018, o Verbier entregou uma valorização de 195,8% contra 44% do Ibovespa (gerando um alfa de 152% no período). Tal desempenho no longo prazo reflete nosso agnosticismo quanto ao benchmark – buscamos as melhores oportunidades do mercado, independentemente da composição dos índices referenciais e tamanho das empresas. Hoje praticamente não temos sobreposição ao IBOV, o que proporciona ao cotista uma grande oportunidade de diversificação frente ao principal benchmark do mercado, concentrado em Petrobras, Vale e setor financeiro (alta exposição a commodities e ao financeiro concentrado nos grandes bancos, setor este de baixo crescimento e acirrada competição, como já comentado).

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
<b>VERBIER</b>	<b>-0,56%</b>	<b>9,87%</b>	<b>17,15%</b>	<b>81,41%</b>	<b>116,78%</b>	<b>154,13%</b>	<b>195,84%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>-3,06%</b>	<b>7,31%</b>	<b>10,37%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,93%</b>	<b>25,68%</b>	<b>43,97%</b>

A seguir, comentamos os resultados de dois fundos previdenciários, lembrando aos assalariados a possibilidade de usar o benefício fiscal do PGBL em investimentos em fundos de previdência.

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

Em novembro, o 70 Prev apresentou uma queda de -2,44%, enquanto o CDI entregou 1,02% no mês. Esse desempenho negativo não apaga o forte resultado que o fundo entregou no acumulado do ano, 16,5% contra 11,14% do CDI (148% do CDI no período). O 70/Prev tem sido um dos destaques da Trígono em 2022, mesmo tendo uma alocação 70% em renda variável e 30% em renda fixa. Por setor, o destaque positivo ficou com o setor Industrial (+0,94%) e Mineração e Metalurgia (+0,91%), com os setores do Agronegócio (-2,52%) e Logística (-1,75%) penalizando a performance mensal.

Desde seu início em setembro de 2019, o Trígono 70 Prev produziu um retorno equivalente a 343,3% do CDI, ou 73% de retorno nominal ante 21,27% do CDI. Sem contar que todo este retorno foi construído em um ambiente bem desafiador, com pandemia, juros em alta no Brasil e no mundo, eleições e forte aversão a risco por parte dos investidores institucionais.

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	36M	INÍCIO
<b>70 PREV</b>	<b>-2,44%</b>	<b>16,50%</b>	<b>23,17%</b>	<b>44,19%</b>	<b>64,99%</b>	<b>73,02%</b>
<b>CDI</b>	<b>1,02%</b>	<b>11,14%</b>	<b>12,00%</b>	<b>16,25%</b>	<b>19,71%</b>	<b>21,27%</b>

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

Nosso outro fundo previdenciário, que se difere do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável (ações) e limites regulatórios diferentes, teve um novembro desafiador: queda de -6,18% frente a -3,06% do IBOV, mas bem melhor que a queda de 12,3% do SMLL. Esse fraco desempenho pode ser explicado pelos setores de Tecnologia (-3,55%) e Logística (-2,22%), no qual o mercado penalizou empresas que são mais sensíveis a juros e ao consumo – são os casos de Positivo e Simpar, também explicado na ótica dos investidores que se apoiam no top-down. No caso da Positivo, sua provável exclusão do IBOV devido à queda da negociabilidade (um dos critérios utilizadas pela B3 na composição dos índices), única exclusão do IBOV para janeiro, pode ter causada a venda maciça por investidores, se antecipando a uma possível venda de fundos passivos que seguem o IBOV.

Como comentamos na parte inicial da seção do Desempenho dos Fundos, apesar dos desafios momentâneos, essas duas companhias têm entregado crescimento operacional e ganhos de escala que serão sentidos ao longo dos próximos trimestres e anos. No caso específico da Simpar, os concorrentes de menor porte da Movida, JSL e Vamos, sentirão muito mais o efeito da taxa de juros a acesso aos financiamentos de longo prazo.

Apesar do desempenho negativo, no ano o Icatu 100 apresenta uma valorização de 7,4%, ligeiramente superior ao IBOV com 7,3%. Quando analisamos desde seu início (julho/2020), a valorização chega a 77,3% contra meros 12% do IBOV. Esse descolamento do benchmark reflete a estratégia diferenciada deste fundo e do 70 Prev: foco em small caps. Ao final de novembro, 92% da carteira estava exposto à Micro e Small Caps e apenas 8% em Large Caps. Mesmo com a possibilidade de investir em empresas de maior valor de mercado, optamos por estratégia e oportunidade focar neste momento naquelas de menor valor de mercado, arbitrando a aversão do mercado às small caps – em nossa opinião é onde podemos permitir aos nossos cotistas se aproveitarem das maiores assimetrias de mercado, sem renunciar a qualidade e liquidez.

A volatilidade anual do Icatu 100 foi de 23,11% contra 20,88% do IBOV, mesmo com 8 empresas representando 82% do patrimônio do fundo. Na figura abaixo pode-se notar a consistência de resultados entregues pelo fundo desde seu início:

Fundo	nov-22	2022	12M	24M	INÍCIO
<b>ICATU 100 PREV</b>	<b>-6,18%</b>	<b>7,40%</b>	<b>14,86%</b>	<b>58,33%</b>	<b>77,29%</b>
<b>IBOVESPA</b>	<b>-3,06%</b>	<b>7,31%</b>	<b>10,37%</b>	<b>3,30%</b>	<b>11,99%</b>

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

Com uma leve queda de 0,8%, o Trígono Power & Yield teve retorno bem superior ao referencial IEE, que apresentou desvalorização de 3,5%. Observando as performances por setor, os desempenhos positivos vieram da Mineração e Metalurgia (1,57%) e Agronegócio (0,86%). Na contramão, vêm Concessão e Energia (-1,57%) e Químico (-0,92%). Desde seu lançamento em fevereiro de 2021, o retorno acumulado atingiu 25,03% contra uma desvalorização do IEE de -1,96% – tarefa difícil, uma vez que o IEE é um dos mais bem estruturados índices da B3, composto pelas 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, com alocação bem próxima de 5,5% cada. Em momento de incertezas em que o

mercado busca liquidez, nosso desempenho pode ser considerado excepcional. Portanto, é motivo de comemoração um alfa de 27% em pouco menos de dois anos.

Como já comentamos em diversas resenhas e lives, este fundo está posicionado estrategicamente para capturar oportunidades que surgiram com a crise energética mundial (que ainda não acabou) e as grandes vantagens proporcionadas por empresas instaladas no Brasil e que tem na energia parte relevante de seus custos ou atividade, incluindo indústrias e setores relacionados. Os setores de petróleo e gás entram também no horizonte de investimentos do nosso fundo, como combustíveis de natureza renovável e energia de biomassa. O fundo está concentrado em sete posições que juntas representam 86% da carteira – que, reforçamos, investem em empresas relacionados de alguma forma com energia, inclusive empresas eletrointensivas que consomem energia e poderão gerar sua própria energia elétrica na condição de autoprodutores, uma enorme vantagem em termos de custos e regulatórios.

Fundo	nov-22	2022	12M	INÍCIO
<b>POWER</b>	<b>-0,84%</b>	<b>2,79%</b>	<b>10,09%</b>	<b>25,03%</b>
<b>IEE</b>	<b>-3,47%</b>	<b>5,85%</b>	<b>6,43%</b>	<b>-1,96%</b>

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

Com grande parte do mercado, notadamente investidores institucionais e de fundos migrando para renda fixa ou ativos de maior liquidez, as Micro Caps acabaram por ser penalizadas em novembro, uma vez mais destacando o efeito top-down com efeito nas small caps. Mesmo assim, o Horizon conseguiu descolar do SMLL ao cair 5,08% contra 11,23%. No acumulado deste ano, o Horizon cai -2,07% ante -12,42% do referencial, um alfa de 10,35% em 11 meses, um resultado importante pelo fato do nosso fundo atuar num segmento de empresas ainda menores, com valor de mercado limitado a R\$ 3 bilhões no máximo. Ao analisar desde seu início em agosto de 2021, o alfa já se aproxima de 15%, apesar de uma queda de -12,68% no período, mas muito inferior à queda de 27,2% do SMLL. O resultado negativo reflete o movimento dos mercados a partir de uma visão puramente top-down, na qual em momentos de incerteza o mercado tende a deixar as empresas menos líquidas, em busca de uma falsa sensação de segurança, penalizando empresas mesmo com excelentes resultados e boa consistência, além do efeito das taxas de juros.

Impactaram o retorno em novembro os setores de Tecnologia e Agronegócio, com quedas de 2,35% e 1,59% respectivamente. Enquanto apenas os setores de Mineração e Metalurgia (+0,19%) e Consumo (+0,17%) se salvaram. A volatilidade do Horizon segue bem abaixo do índice SMLL, em 20,71% contra 28,27%, outro feito extraordinário, já que supostamente as empresas menores e de liquidez mais baixa deveriam apresentar maior volatilidade.

Fundo	nov-22	2022	12M	INÍCIO
<b>HORIZON</b>	<b>-5,08%</b>	<b>-2,07%</b>	<b>6,21%</b>	<b>-12,68%</b>
<b>SMLL</b>	<b>-11,23%</b>	<b>-12,42%</b>	<b>-9,10%</b>	<b>-27,20%</b>

Gostaríamos de reforçar que apesar de estar 100% alocados em micro caps (empresas de valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), muitas delas esquecidas pelo mercado, as empresas investidas atendem alguns dos princípios básicos dos outros fundos da Trígono: nichos bem



definidos, exposição ao dólar, bem geridas, aderente às melhores práticas ESG, boas pagadoras de dividendos e descontadas através da metodologia do EVA. Nosso fundo se constitui em mais uma alternativa de diversificação dentro do segmento small, complementando nossa grade de produtos.

Neste quase encerramento de jornada, faltando apenas um mês para encerrarmos o ano, agradecemos o apoio e confiança de nossos parceiros e investidores, e esperamos que na próxima resenha, já em pleno Ano Novo, possamos celebrar juntos o ano que passou, e iniciar 2023 com esperança de um ano melhor para o Brasil e todos nós. Muito obrigado.

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



# 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