

## A Interseção

O custo de capital no Brasil continua subindo à medida que o presidente Lula ataca a austeridade fiscal, a independência do Banco Central e assistimos ao ataque a algumas reformas (trabalhista) e privatizações (Eletrobras); entre outras declarações hostis ao mercado, o que nos fez adiantados (e esperamos que não errados) ao declarar 2022 como “o ano do declínio do custo de capital” como um fator chave para a recuperação dos preços das ações no Brasil.

No entanto, acreditamos que a maior parte do discurso do governo seja ruído e que exigiria improváveis aprovações no Congresso. Ainda assim, essa postura claramente não está ajudando os alocadores de capital a ganharem confiança, considerando a memória recente bastante negativa em relação ao governo intervencionista da presidente Dilma.

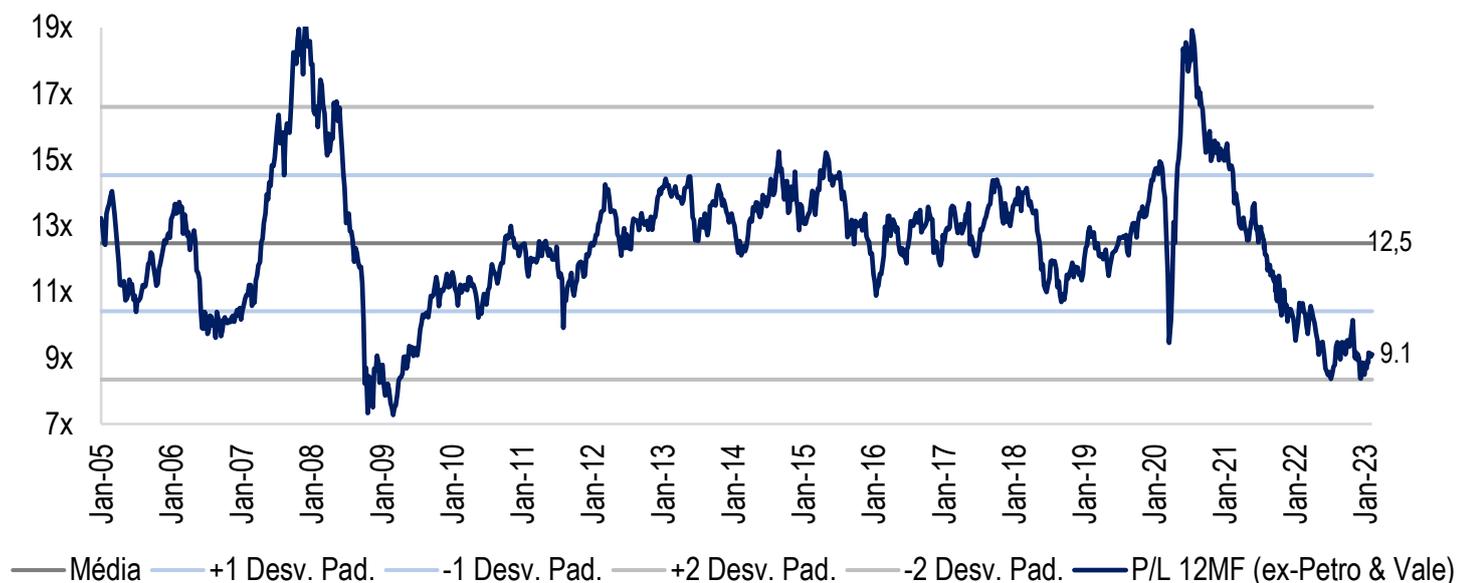
Indiscutivelmente, o Brasil está passando pela condição monetária mais apertada entre as grandes economias. Mas acreditamos que, uma vez que o Congresso (mais a mídia e outras instituições) se mostre como um contrapeso real à abordagem populista de extrema esquerda do presidente Lula, um novo equilíbrio de poder deve ser alcançado, e as coisas podem voltar ao “normal”. Uma esperada queda na taxa de aprovação do governo, em função do ambiente de desaceleração da economia e de juros altos, deve ajudar nesta direção de atingir um novo equilíbrio.

Neste contexto, os investidores locais de bolsa têm enfrentado resgates, as empresas estão lidando com altíssimas despesas financeiras e o dinheiro disponível (para empresas, instituições e famílias) continua fluindo para títulos do governo com liquidez diária rendendo cerca de inflação + 8% ao ano<sup>1</sup>, liderando a taxa real livre de risco do mundo.

País <sup>1</sup>	Inflação ao Consumidor (Anual)	Taxa de Juros (Hoje)	Taxa de Juros Real	Último Movimento
Argentina	98,8%	75,0%	-23,8%	Alta
<b>Brasil</b>	<b>5,8%</b>	<b>13,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>Alta</b>
Colômbia	13,3%	12,8%	-0,6%	Alta
Chile	12,3%	11,3%	-1,1%	Alta
México	7,9%	11,0%	3,1%	Alta
Turquia	57,7%	9,0%	-48,7%	Corte
Peru	8,7%	7,8%	-0,9%	Alta
Rússia	11,8%	7,5%	-4,3%	Corte
África do Sul	6,9%	7,3%	0,3%	Alta
República Tcheca	17,5%	7,0%	-10,5%	Alta
Polônia	17,2%	6,8%	-10,5%	Alta
Índia	6,5%	6,5%	0,0%	Alta
Filipinas	8,7%	6,0%	-2,7%	Alta
Indonésia	5,3%	5,8%	0,5%	Alta
Arábia Saudita	3,4%	5,3%	1,9%	Alta
Hong Kong	2,0%	5,0%	3,0%	Alta
Nova Zelândia	7,2%	4,8%	-2,5%	Alta
Estados Unidos	6,4%	4,6%	-1,8%	Alta
Canadá	5,9%	4,5%	-1,4%	Alta
Reino Unido	10,1%	4,0%	-6,1%	Alta
China	2,1%	3,7%	1,6%	Corte
Coréia do Sul	5,2%	3,5%	-1,7%	Alta
Austrália	8,4%	3,4%	-5,1%	Alta

Ao mesmo tempo, o Brasil continua estrategicamente bem posicionado no contexto global, e os investidores internacionais parecem estar inclinados a aumentar marginalmente sua exposição ao Brasil assim que um pouco da poeira baixar, uma vez que os valuations atuais permanecem muito atraentes. Quando o novo “equilíbrio instável” for alcançado, as taxas reais devem começar a cair significativamente – inflação corrente + 8% é insuportável no médio prazo.

**Ibovespa P/L 12M à frente. (ex-Petrobras & Vale)<sup>2</sup>**



Em meio ao cenário atual destacado acima, vemos oportunidades em diversos mercados criadas pela condição monetária apertada e pela aversão ao risco. De modo geral, as empresas listadas (*public equities*) parecem particularmente atrativas em relação a ações não-listadas (*private equities*), crédito, imóveis, infraestrutura e outros investimentos alternativos.

- Ações listadas vs Ações não-listadas: acionistas controladores/estratégicos/privados são mais sensíveis a preço e veem suas empresas como sendo muito mais valiosas do que seus pares listados, que estão negociando atualmente a *valuations* muito descontados. A seca nos *IPOs* que estamos enfrentando é um reflexo dessa grande lacuna em *valuation*.
- Ações listadas vs Crédito: a *duration* limitada restringe o *upside* do crédito contra ações quando o custo de capital se normalizar.
- Ações Listadas vs Imóveis: os ativos imobiliários oferecem taxas (*yields*) bem abaixo das de seus equivalentes em ações listados hoje. Nós vemos alguns detentores de ativos reais listados negociando a taxas reais implícitas entre 10-15%, enquanto seus ativos subjacentes estão sendo comprados e vendidos a quase metade desse rendimento, ao redor de 5-7,5% (comercial, residencial, shoppings e fazendas).
- Ações Listadas vs Greenfield: com base nos *valuations* atuais de ativos negociados em bolsa, na desaceleração da economia e levando em consideração os riscos de execução, o maior *capex* e, em alguns casos, as incertezas regulatórias; vemos uma assimetria de risco-retorno desfavorável para se realizar grandes projetos *greenfield* em comparação com o custo de capital atual (desde a construção de novos hospitais e shoppings até parques eólicos e plantas industriais). A maioria das empresas *asset heavy* está negociando abaixo do valor de reposição.

Neste contexto, as recompras podem ser vistas como uma saída para as empresas alocarem capital, dada a limitação de alternativas em termos de geração de valor para os acionistas. Além disso, sob uma perspectiva de risco, também é uma proposta interessante à medida que as empresas compram mais de seus próprios negócios, já existentes e conhecidos, enquanto se beneficiam de preços de mercado depreciados.

Novamente, o que falamos acima é uma descrição bastante ampla das atuais condições de mercado no Brasil e, desnecessário dizer, há exceções. Supondo que preferimos pagar preços de ações listadas neste momento, estas são algumas características nos negócios subjacentes que vemos como importantes para melhorar a relação risco-retorno nas circunstâncias atuais:

- Preferência por líderes de mercado, uma vez que um ambiente econômico difícil impulsiona a consolidação (*market share* e *profit pool*) e os players mais fracos sofrem mais;
- Capacidade de repassar preço, pois a inflação continua alta;
- Margens altas e estáveis, e estrutura de capital adequada;
- Baixo custo de dívida e sem riscos de refinanciamento;
- *Management* capaz de lidar com tempos de guerra;
- Negócios fáceis de entender. No nosso caso, atendo-nos a empresas e setores com os quais estamos mais familiarizados (círculo de competência).

\* \* \* \* \*

**Tarpon GT:** 2022 foi um ano desafiador para o mercado de ações no Brasil, uma vez que as taxas de juros continuaram subindo e também em função de uma eleição presidencial altamente polarizada. O Ibovespa subiu 5% em 2022, mas as maiores contribuições vieram do setor de petróleo e commodities. Por outro lado, o Índice de Small Caps, que representa os setores domésticos, caiu 15%.

O Tarpon GT teve um retorno positivo de 15% em 2022. Os destaques positivos do ano foram nossos investimentos nos setores de infraestrutura/logística e agricultura, enquanto nosso maior detrator de performance foi o setor de autopeças. 2023 parece ser mais um ano de desafios já que o novo governo ainda está lutando para encontrar uma política econômica sustentável.

Em um ambiente de incertezas como o que estamos vivendo, achamos importante reforçar uma característica do fundo, que é o de buscar teses de investimento que sejam menos dependentes do ciclo doméstico e que tenham vetores próprios de geração de valor. Além disso, achamos bastante desejável para uma companhia ter uma estrutura de capital adequada ou, preferencialmente, que sejam caixa líquido. Este último aspecto que buscamos em nossas investidas foi especialmente importante durante o ciclo vigoroso de aumento de juros que vimos recentemente e foi essencial para trazer resiliência ao portfólio.

Acreditamos que a busca por ativos com estas características, somado aos componentes de qualidade do negócio que descrevemos anteriormente e quando comprados a valuations bastante descontados em relação ao seu valor intrínseco, formam uma combinação potente para uma geração consistente de resultados ao longo do tempo.

Hoje o portfólio do Tarpon GT está dividido em três grandes temas: companhias do setor de infraestrutura, companhias que estão liderando consolidação nos seus respectivos setores e companhias ligadas ao ciclo doméstico, mas com vetores

próprios de geração de valor e, em sua maioria, caixa líquido. Do ponto de vista de valuation, entendemos que o portfólio apresenta uma margem de segurança bastante atrativa e está em ótimo ponto de entrada, dados o bom momento operacional das companhias e seu descontado nível de valuation. Alguns números importantes do portfólio e que reforçam nossa visão positiva: 5,4x EV/EBITDA 2023E, 9,3x P/E 2023E, 0,9x Net Debt/EBITDA 2023E e 4,6% DY 2023E.

Vamos aproveitar para trazer mais detalhes sobre o setor de infraestrutura, que já foi o principal contribuidor de performance no ano de 2022, quando finalizamos o desinvestimento da nossa posição em Log-in. Entendemos que é um setor onde possuímos importante diferencial de conhecimento e que faz parte do nosso círculo de competência, uma vez que temos investimentos relevantes desde 2008, em companhias como Omega e Log-In. Os principais investimentos no setor de infraestrutura no portfólio são Wilson Sons e Hidrovias do Brasil.

**Wilson Sons:** fundada em 1837, é uma das mais antigas companhias que atuam no Brasil. É uma das maiores operadoras integradas de serviços marítimos, portuários e de logística do país, oferecendo soluções completas para apoiar as atividades de comércio doméstico e internacional, bem como a indústria de óleo e gás. A Companhia tem dois grandes segmentos de atuação: Serviços Portuários e Logísticos (51% do EBITDA) e Serviços Marítimos (49% do EBITDA).

A Wilson Sons passou por um forte ciclo de capex entre 2007 e 2016, onde fez investimentos de mais de USD 1 bilhão, e para frente consegue se valer da alavancagem operacional sem grandes investimentos adicionais.

Além disso, no nosso entendimento a Companhia tem dois ativos únicos em seu portfólio: (1) Tecon Rio Grande, o 1o Terminal de Contêineres privatizado do Brasil, cuja privatização ocorreu em 1997, com concessão até 2047, 735.000 m2 de área total e 1,4 milhão de TEU de capacidade anual; (2) Tecon Salvador, que foi privatizado em 2000 com concessão até 2050, fica a 50km do Polo Petroquímico de Camaçari e tem 163.000 m2 de área total com 553.000 TEU de capacidade anual.

**Hidrovias do Brasil:** é uma companhia de logística de recursos naturais (grãos, minério de ferro, celulose, etc) principalmente via rios (hidrovias), com serviços em 4 grandes frentes: operação de terminais, cabotagem, serviços logísticos e transporte hidroviário, sendo este último seu principal negócio, representando 80% do EBITDA. A Hidrovias do Brasil é um exemplo que está na interseção de dois setores que entendemos fazer parte do nosso círculo de competência, infraestrutura e agronegócio.

A Companhia fez um IPO recente, em setembro de 2020, a R\$ 7,56/ação e desde então teve problemas nos seus diversos corredores operacionais e suas ações acabaram caindo aproximadamente 75%. Apesar do momento difícil que a Companhia passou nos últimos 18 meses, na nossa visão a Hidrovias do Brasil tem um posicionamento estratégico muito relevante para o escoamento de grãos produzidos na região Centro-Oeste através do Arco Norte, corredor logístico que vem ganhando competitividade e onde a Hidrovias tem um de seus principais ativos, o Porto de Barcarena. O Porto de Barcarena já atingiu quase toda sua capacidade, de 7,5M toneladas, em um momento onde o Brasil bate safra recorde de grãos e a China começa a comprar milho do Brasil como forma de reduzir sua dependência dos Estados Unidos e da Ucrânia.

Além disso, com a natural desalavancagem da Companhia – via geração de caixa – nos próximos anos, deverá abrir espaço para novos investimentos no Arco Norte com excelentes retornos prospectivos.

Fundo	2022	12 meses	24 meses	36 meses	60 meses	Desde o início	Anualizado	Data de Início
Tarpon GT FIC FIA	15,0%	7,3%	30,4%	60,6%	167,0%	442,9%	18,1%	01/01/2013
lbovespa	4,7%	-7,3%	-4,6%	0,7%	22,9%	72,2%	5,5%	-

\*Dados atualizados até 28/02/2023

<sup>1</sup>Fonte: Creative Planning 22/02/2023

<sup>2</sup>Fonte: BTG Pactual

#### INFORMAÇÃO IMPORTANTE

As informações aqui contidas são meramente indicativas, e não constituem nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, por parte da Tarpon. Este material tem caráter meramente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, oferta de compra ou venda, recomendação de investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. A Tarpon não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer do conteúdo deste material. Este material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas. As informações ora veiculadas não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de cada investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento.