

RESENHA MENSAL

Todos os Caminhos Levam a Roma

NOVEMBRO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



Todos os Caminhos Levam a Roma

Prezados investidores e leitores,

Outubro foi repleto de turbulências e sacolejos, não só no Brasil como alhures. Os estômagos mais sensíveis talvez tenham sofrido.

Mais à frente, nas seções de conjuntura e dos desempenhos dos fundos, elaboraremos melhor. Mas, para começarmos nossa conversa desta Resenha, vamos listar o que foi assunto em outubro:

- reiteradas preocupações sobre o que o Fed (o BC dos EUA) vai fazer com seus juros;
- Israel e o grupo terrorista Hamas em conflito armado;
- Petrobras e novas perturbações na governança com mudanças no estatuto social;
- e, no apagar das luzes do mês, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva minimiza o déficit fiscal em 2024.

Sobre o último ponto, não é que fosse totalmente desconhecida essa posição, agora expressa, do presidente da República – pelo contrário. Mas, mesmo não sendo lá muito surpreendente, causou um susto no mercado e fez as taxas de juros longas subirem. O ministro Fernando Haddad (Fazenda), que vinha pugnando pelo déficit zero, ficou na saia justa. A presidente do PT e deputada federal, Gleisi Hoffmann, minimizou e reforçou a posição de Lula. Ufa.

Mas a Vale anunciou novos dividendos e um novo programa de recompra – o que ajudou a segurar um pouco a queda do IBOV. Porém, mesmo com a boa-nova, a mineradora ainda pode ver mudanças em seu Conselho de Administração e sentir impactos relacionados a Mariana e Brumadinho e à volatilidade do preço do minério de ferro. Como se vê, as duas principais empresas do IBOV navegam por águas revoltas *ma non troppo*: só turbulentas o suficiente para deixar alguns um pouco mareados dentro do barco do mercado.

Antes de prosseguirmos, gostaríamos de anunciar dois eventos importantes que acontecerão em novembro e que estão muito relacionados ao que fazemos:

- No dia 23, teremos nosso Trígono Day com a BB Asset – grande parceira a nos apoiar nesse dia tão especial. O evento acontecerá no auditório do BB em sua sede em São Paulo, na avenida Paulista. Será presencial para convidados – mas todos poderão acompanhar online o evento e programação aqui: <https://trigonoday2023.trigonocapital.com/trigono-day-2023-evento-online>. Dois temas de destaque no evento serão sustentabilidade e governança – ambos frequentes em nossas comunicações, como nossos leitores mais assíduos já terão notado. Mas também serão abordados agronegócio, transição energética e outros, relacionados a investimentos.

- Além do Trígono Day, apresentaremos nosso 3º relatório ligado à sustentabilidade. A edição anterior fechou o foco em pegada de carbono; na edição deste ano são analisados também outros fatores – como consumo de energia, água e gestão de resíduos. Nossa Palavra com o Gestor também aborda a agenda ESG, comentando os resultados do Relatório – que estará disponível em nosso site e será recebido por todos que se inscreverem em nosso site www.trigonocapital.com para receber todos os nossos conteúdos e comunicados, assim que disponíveis.

“Ok, Werner, agora vamos ao elefante na sala: o que tem tudo isso a ver com o título da Resenha deste mês?”

Bom, a expressão, todos já a ouvimos – ou usamos – em um momento ou outro. Significa que todas as alternativas de que dispomos acabam de certa forma nos conduzindo a um mesmo resultado (ou, mais literalmente, a um mesmo lugar). Ela já era conhecida no primeiro século d.C.*, quando Roma – a apaixonante Cidade Eterna – era considerada o centro do mundo (e, bem-visto o contexto histórico, era mesmo). O Império Romano se estendia do norte da África a boa parte da Grã-Bretanha, de Portugal até o Oriente Médio, às bordas da Pérsia (do que hoje é o Irã). Conectando toda essa extensão imensa de território havia uma rede de cerca de 80 mil km de estradas – muitas delas pavimentadas (alguns trechos inclusive com pavimentação original). Muitas estradas europeias modernas seguem o mesmo trajeto traçado pelos antigos romanos.

Algumas dessas estradas eram simples caminhos para mensageiros que percorriam todo o império, a cavalo ou mesmo a pé. Eram conhecidas como *cursus publicus*. Um mapa viário do Império Romano conhecido como *Tabula Peutingeriana* ilustrava os principais caminhos.



Fonte da imagem: Katholische Universität Eichstätt-Ingolstadt

Uma das principais estradas de Roma é a atual Via Appia, de 300 km, que liga Roma a Cápua (famosa pela escola de gladiadores). Construída em 312 a.C., foi estendida até Brindisi, chegando a ter 600 km (indo até o “calcanhar” da Itália). Chegou a ser chamada *Regina Viarum* (Rainhas das Estradas).

“Fascinante, Werner. Mas e as finanças: onde entram aí?”

Nossos leitores mais frequentes conhecem nossas principais teses e os setores em que investimos. Na indústria: Tupy, Metal Leve e Schulz. No agronegócio: Kepler Weber, São Martinho e Jalles. Nas *commodities*: Ferbasa e Unipar. E vejam só: essas duas últimas são as empresas listadas na B3 com a maior valorização desde o Plano Real (base 1/07/94), pouco mais de 29 anos. E o que ambas têm em

comum, se não as “estradas” que percorrem? Uma delas se chama Energia; outra, Dividendos (temas sobre os quais já argumentamos amplamente em Resenhas anteriores).

Em pouco mais de 29 anos (considerando ações que negociam mais de R\$ 500 mil diariamente nos últimos 90 dias), os retornos foram de 92.403% (26,2% ao ano) para ações da Ferbasa (a campeã); de 59.135% (24,3% ao ano) para as da Unipar (vice-campeã).

Onde está a Vale? Na 6ª posição (34.419% ou 22,1% ao ano). Petrobras? Logo atrás: 7ª posição (24.435% ou 20,6% ao ano). Ambas são nada menos que as principais componentes do IBOV e as de maior liquidez e valor de mercado.

O Ibov apresentou um retorno de 3.023% (12,45% ao ano) no período, apenas. Fosse uma ação, estaria na 34ª posição. O principal índice da bolsa brasileira é mal construído, uma bússola gravemente defeituosa; investidores que se orientam por ela acabam até por desconsiderá-la, desalentados.

Tupy e Metal Leve estão bastante conectadas, pois têm negócios complementares – *power-train*, ou componentes para motores –, com muitos clientes em comum. Não concorrem entre si, pois os motores usam componentes de ambas. Juntas, seriam quase que uma montadora completa de motores (excetuando componentes eletrônicos, área em que a Bosch é um grande *player*). E a MWM (agora Tupy) é uma montadora e fabricante de motores – portanto, cliente de ambas.

A Schulz, por sua vez, praticamente não concorre, mas fornece demais componentes estruturais, para motores, caixa de câmbio e direção, freios, engates, chassis e outras partes de veículos pesados – além do negócio de compressores com múltiplas aplicações (inclusive freios). Todos os produtos são voltados para veículos pesados. Na Metal Leve, 50% da receita está ligada a veículos pesados; na Tupy, chega a passar de 90% (incluindo veículos comerciais). E todas as empresas se conectam aos mesmos clientes e em aplicações (incluindo logística, *off-road* e agricultura).

Nomes como Caterpillar, John Deere, Daimler, VW/MAN, Ford, CNH, Iveco, Scania, Paccar e Volvo formam um invejável grupo de clientes das citadas logo acima. E nos casos de Tupy/MWM e Metal Leve, há outros pontos em comum: descarbonização, eficiência energética, híbridos e biocombustíveis (etanol, biometano e biodiesel, além de GNV, e futuramente hidrogênio verde). Schulz vem a reboque, pois atende os mesmos clientes – seus produtos utilizados em boa parte dos veículos atendidos pelas outras.

Mas essa estrada não é única. O atual governo está firmemente empenhado em promover a reindustrialização do país – em particular, a indústria automotiva (e nesta, a automotiva pesada, que receberá olhares apaixonados, como os que Dido, rainha de Cartago, devia receber de Enéas, refugiado de Troia, à época da fundação de Roma**).

Medidas de apoio ao setor industrial – ao setor automotivo pesado em particular – promoverão inúmeros benefícios, dos ambientais aos econômicos (aliás, esses dois campos cada vez mais se aproximam), dinamizando e modernizando o setor no Brasil – tornando-o mais competitivo e presente no contexto de globalização. O *nearshoring* (de que já falamos em Resenhas anteriores) aproximará montadoras e fornecedores regionalmente, notadamente na USMCA (Acordo Estados Unidos-México-Canadá, na sigla em inglês), favorecendo a Tupy e plantas no México, cujos principais clientes estão nos EUA.

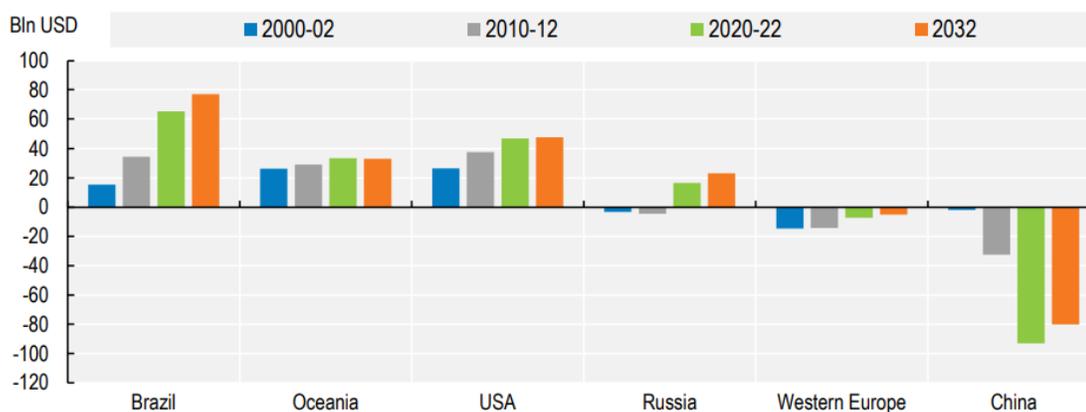
O governo deverá publicar nas próximas semanas novas diretrizes que nortearão o programa Rota 2030, incluindo metas ambientais, de eficiência e segurança veicular mais rigorosas. Tais diretrizes virão associadas a incentivos fiscais para a busca de combustíveis alternativos, renováveis e com

reduzidos impactos ambientais. São, portanto, duas estradas caminhando para Roma e que trarão muitos benefícios não só a essa, mas a toda a sociedade.

Como as cargas de trigo (adoro esse cereal, base da alimentação mundial e cujo nome – por que não? – remete ao nome Trígono), que vinham do Egito para alimentar os romanos, assim será a descarbonização no Brasil: as tecnologias daqui em combustíveis limpos e renováveis e em motores poderão alcançar o mundo.

Outra estrada importante é o agronegócio. Motor da economia brasileira, já representa cerca de 24% do PIB no Brasil (8% indústria e 68% serviços), operando como garantidor da solvência de nossas reservas de moedas fortes. De janeiro a setembro, o saldo da balança comercial chegou a US\$ 71,3 bilhões; nesse montante, o agronegócio contribuiu com US\$ 64 bilhões em exportações – e apenas US\$ 3,4 bilhões em importações.

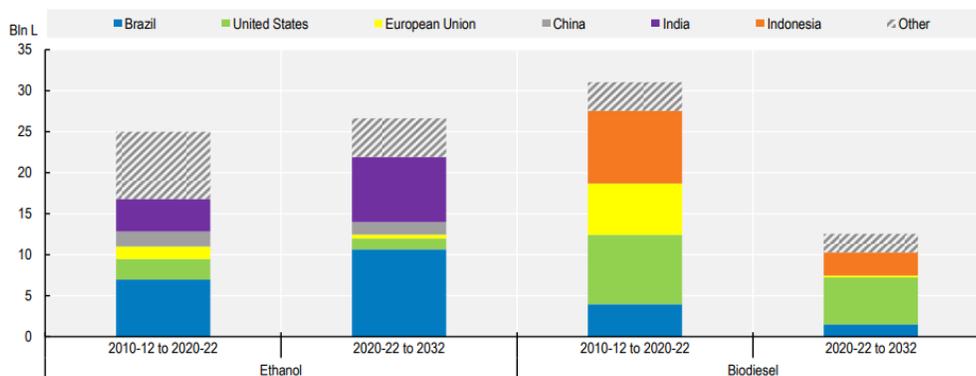
Net trade by region, in constant value



Fonte: OECD/FAO (2023), "OECD-FAO Agricultural Outlook"

O gráfico acima ilustra a projeção da FAO para o saldo da balança comercial regional do agronegócio entre 2000 e 2032, com o Brasil devendo superar os EUA em quase 2 vezes e consolidando-se como maior exportador mundial de grãos e produtos agropecuários (incluindo proteínas, café, suco de laranja, algodão, açúcar e outros). Cabe verificar o que acontecerá com Rússia e Ucrânia – e o quanto o Brasil vai abocanhar de ambos.

Changes in biofuel consumption in key consuming countries



Fonte: OECD/FAO (2023), "OECD-FAO Agricultural Outlook"

Além de maior fornecedor global de alimentos, o Brasil já é o segundo maior consumidor mundial de biocombustíveis e deverá incrementar seu uso, ao lado da Índia, favorecendo o mercado de etanol e biodiesel (e de biometano). Os incrementos da mistura do etanol na gasolina (no Brasil, de 27% para 30%; na Índia, dos atuais 6% para 20% em 2025 – além da introdução da tecnologia *flexfuel*) e no biodiesel (no Brasil, de 10% para 12% em abril deste ano, e para 15% em 2026) deverão expandir a demanda por esse último (seja a partir da soja, seja de outras fontes). No caso do etanol, a introdução de motores 100% movidos por ele ou por mistura no Brasil, no caso de veículos híbridos elétricos, vai impulsionar seu consumo (com o milho como importante matéria-prima). As projeções não consideram o biometano – que, acreditamos, ganhará relevância no Brasil.

E há o gigantesco potencial dos biocombustíveis para a aviação, com o SAF (sigla de *sustainable aviation fuel*). A IATA (Associação Internacional de Transporte Aéreo, na sigla em inglês) estima que, até 2050, cerca de 65% dos combustíveis da aviação serão SAF. O setor responde por 3,5% das emissões globais de gases de efeito estufa. O etanol será o grande protagonista – e o Brasil é *front runner* na corrida por produzir e exportar.

Portanto, a produção de cana-de-açúcar, milho e, futuramente, de biometano terão papéis muito importantes na descarbonização no Brasil e na aviação global. No caso da cana-de-açúcar, a transformação do subproduto vinhaça em biogás ou biometano terá efeito ambiental bastante positivo, ao substituir o diesel e contribuir para reduzir custos, gerar CBIOS (créditos de carbono), entrar na produção de fertilizantes orgânicos (substituindo os químicos) e até na de energia elétrica (de biomassa e biogás), podendo inclusive ser injetado nas redes de gás natural. Também o setor de proteínas poderá converter dejetos animais em biometano e retirar grande quantidade de metano da atmosfera (além de capturar o CO₂ com seu uso em atividades industriais). Esse gás poderá ser usado na geração de energia elétrica e biocombustível, além de fertilizantes organo-minerais.

Portanto, prezado leitor, indústria automotiva e agronegócio integrados caminham de mãos dadas pelas estradas em direção a Roma – e as investidas pela Trígono trafegam nelas também. O Brasil será protagonista na produção de biocombustíveis e na tecnologia de propulsores, incluindo veículos híbridos, podendo se tornar um *hub* global de fabricantes e exportadores de motores movidos a biocombustíveis. EUA e, principalmente, Europa deverão investir na eletrificação de veículos. Seguem um caminho equivocado (na nossa visão) – mas, como diz o ditado militar, nunca interrompa seu oponente quando ele estiver cometendo um erro. O hidrogênio deverá surgir como uma alternativa mais limpa e sem o incômodo das baterias, e aproveitando boa parte da infraestrutura e componentes da indústria automotiva atual, ou seja, não precisa reinventar a roda.

Para terminar, comentemos ferroligas e álcalis – dois setores em que o Brasil terá um diferencial em relação aos pares globais.

A China responde por 70% da produção mundial de ferro silício (FeSi75%, liga essencial em siderurgia e fundição). No caso do ferro-cromo (FeCr, essencial na produção de aço inoxidável), África do Sul e China são os principais *players* – o primeiro, na exportação; a segunda, em produção, consumo e importação.

O Brasil – e a Ferbasa, em particular – tem grandes diferenciais ambientais em relação aos pares globais no campo das ferroligas. Que diferenciais são esses?

i) Brasil e Ferbasa se utilizam principalmente de energias hidrelétrica e eólica (no Brasil, 86% de energia limpa e renovável, produzida especialmente por estas matrizes). No que isso importa para as ferroligas? Essas são eletrointensivas – e o FeSi75% é duas vezes mais intensivo no consumo de energia em relação ao FeCr (8 mil kwh versus 4 mil kwh). A China move sua indústria (mas não só) com energia térmica a carvão – e mesmo investindo em energia alternativas, no ano passado 61% da energia elétrica que acendeu e “tocou” o país veio do carvão (na África do Sul o índice é de 85,3% (também de 2022), um dos mais elevados do mundo). Com a intensa busca por descarbonização pelos produtores de aço e consumidores, produtos com menor pegada de carbono serão mais demandados – e isso vai tornar os preços mais interessantes. A Europa passará a tributar a importação de produtos que carregam pegada de carbono – e o Brasil pode se beneficiar disso com suas ferroligas ambientalmente mais limpas ou “verdes”. A Aperam, produtora de aço inoxidável com a menor pegada de carbono do mundo e maior cliente da Ferbasa de FeCr, certamente se beneficiará.

ii) Além disto, a Ferbasa usa na produção de FeSi75% biorredutores ao invés de coque. Com isso, seu produto é praticamente neutro na emissão de gases de efeito estufa: o CO2 liberado no processo é neutralizado por suas florestas de eucaliptos (cerca de 25 mil ha em área de 65 mil ha de terras, boa parte com florestas nativas). A Ferbasa também converte cerca de 50% (mas isso vem aumentando) da produção de FeSi75% em HP (*high purity*), produto especial voltado a fabricantes de motores elétricos, transformadores, geradores de energia, veículos elétricos e híbridos, compressores e outros. Praticamente 100% da produção é exportada, com a Nippon Steel do Japão como principal cliente. A empresa investe em energia elétrica já na categoria de autoprodutora – o que lhe garante vantagens tributárias e amplia o horário de produção (até julho, fora da condição de autoprodutora, estava sujeita ao horário de ponta limitando a produção em 3 horas diárias, de segunda a sexta). Já com seu parque eólico, de cerca de 90 MW (equivalente a 40% de suas necessidades), vende energia na condição de reserva (mas, com sua capacidade siderúrgica ampliada, poderá vir a consumir 100%).

ii) Alcalis e Unipar: Unipar é um caso interessante de empresa que está há anos aprimorando seus aspectos ambientais. Antes mesmo dos temas de meio ambiente e descarbonização serem um assunto recorrente na mídia, algumas empresas brasileiras tiveram que lidar com a questão de forma pioneira. A Unipar foi uma dessas empresas. Isso porque a empresa possuía desde os anos 80 uma unidade em Cubatão, região da Baixada Santista que na época era conhecida como “a cidade mais poluída do mundo”. Para ajudar a reverter um rótulo no mínimo preocupante, a empresa investiu em uma série de programas de gestão ambiental, como o Parque da Lagoa, uma área de preservação que recebeu do Ibama o título de Reserva Particular do Patrimônio Natural. Desta forma, o recente anúncio da troca de tecnologia na unidade de Cubatão em setembro de 2023, está em linha com as ações da empresa para se tornar cada vez mais sustentável.

O investimento de R\$ 1 bilhão na fábrica de Cubatão tem como objetivo converter toda a tecnologia de produção de cloro por meio da tecnologia de membrana, considerada a mais eficiente e ambientalmente muito melhor, pois eliminará o uso de mercúrio, embora esse seja utilizado em circuito fechado e 100% recuperado. Isso está em linha com as regras da Convenção de Minamata, que é um acordo ambiental e multilateral que busca reduzir a utilização de mercúrio na produção de cloro.

(Cabe um rápido parênteses aqui sobre a origem da Convenção de Minamata, que recebe este nome por conta da cidade japonesa de Minamata, que durante décadas recebeu resíduos de uma fábrica química que descartava diretamente subprodutos de mercúrio na água, contaminando peixes e outros animais, que posteriormente eram consumidos pelas pessoas da região, tornando-as muito doentes. A Convenção de Minamata possui orientações específicas sobre redução do uso do mercúrio no processo produtivo do cloro.

Para saber mais <https://news.un.org/en/story/2021/10/1103842>)

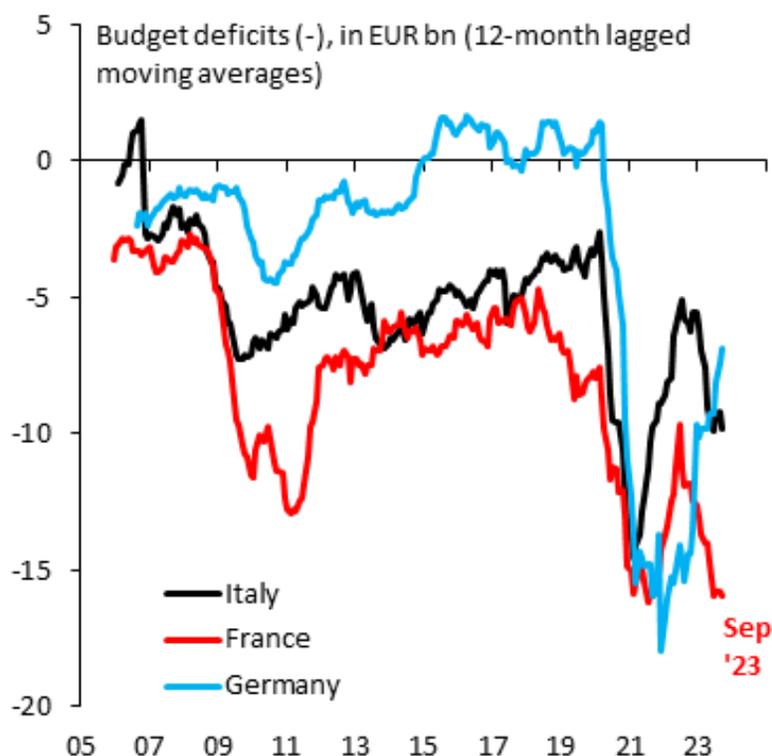
Desta forma, como a Unipar ainda opera com as três tecnologias disponíveis: membrana, diafragma, e a de mercúrio que especificamente deve ser descontinuada até 2025, e depois a tecnologia de diafragma. A substituição de tecnologia ainda prevê reduções de custos, pois consome menos energia e gás.

A indústria química é historicamente conhecida pela sua forte dependência dos combustíveis fósseis, atenta a isso, a Unipar também tem investido estrategicamente na sua redução de emissões de carbono por meio do uso crescente de energias renováveis. A indústria química é por natureza eletrointensiva. Hoje, 80% do consumo de energia é oriundo de fontes renováveis como seu parque eólico na Bahia e no Rio Grande do Norte, uma joint venture com a AES Brasil, e por meio do seu parque de energia solar em Minas Gerais, uma parceria com a Atlas Renewable. Os investimentos em energias renováveis foram relevantes: R\$ 880 milhões no parque solar de Pirapora, R\$ 607 milhões no parque eólico de Cajuína, e mais R\$ 730 milhões no complexo eólico de Tucano, Bahia. São decisões estratégicas que darão uma vantagem competitiva à Unipar perante seus concorrentes locais e mundiais, também levando à Roma pela estrada da energia limpa, renovável e ambiental, pelo término do uso do mercúrio em seu processo industrial até 2025.

Conjuntura Internacional

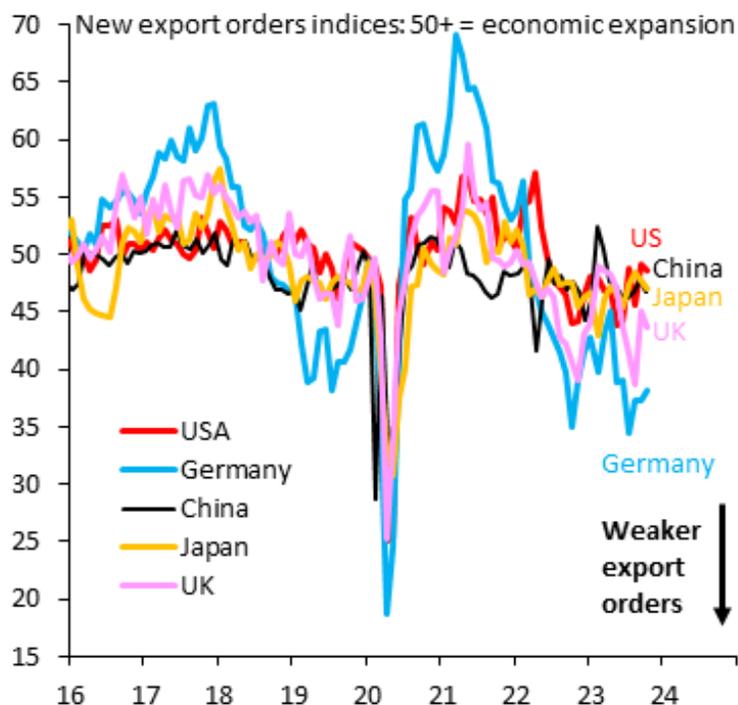
A questão fiscal internacional preocupa cada vez mais. O déficit americano já chegou a US\$ 2 trilhões no ano, 23% maior que um ano antes. O apoio militar a Israel, na guerra contra o Hamas, deve significar uma soma de gastos em relação aos que já são despendidos com a Ucrânia. Serviço da dívida, inflação, gastos legados da covid-19 (como diria Milton Friedman, nada é mais permanente que gastos temporários do governo) e queda na arrecadação (fruto, entre outras razões, dos cortes de impostos feitos por governos anteriores), tudo isso corrói a situação. Rapidamente.

Na Europa, nada de muito melhor para se ver. A situação fiscal da Alemanha (maior economia da União Europeia) segue melhorando, mas outros países do bloco vêm observando progresso conquistado no pós-pandemia se reverter.



Fonte: IIF

Desde que começou a invasão da Rússia na Ucrânia, a indústria europeia vem se tornando menos competitiva, como país importador de energia e com problema de atratividade de mão-de-obra para o setor. Sem os juros baixíssimos e o financiamento quase gratuito, o novo patamar de custo de capital afeta fortemente empresas que já não andavam muito bem em termos de posicionamento competitivo mundial – o que fez a UE apelar para a velha tática da taxaço de importações industriais e do carbono contido. Para 2026, devem ter início as taxaço de aço, cimento, alumínio, fertilizantes e hidrogênio. Com o *friendly and near shoaring* (já comentado em Resenhas anteriores), a tendência é que boa parte da transferência industrial da China para o Ocidente se dirija à USMCA.



Fonte: IIF

A taxaço veio com uma roupagem ecológica, pegando apenas produtos com emissão de carbono acima de métricas estipuladas (que devem ficar próximas às emissões dos produtos fabricados na própria Europa). Repetindo o ditado militar já usado aqui, nunca interrompa seu oponente quando ele estiver cometendo um erro: à medida que essa prática se torne mais comum, o produto brasileiro se tornará mais competitivo – o Brasil, como sabemos, sendo, de longe, o país com maior capacidade industrial de baixa emissão de carbono no mundo.

À medida que as proteções comerciais europeias crescem, cresce também a pressão para que se feche o acordo Mercosul-UE, de forma a mitigar a inflação extra que virá dessas medidas. Mais um fator positivo para o Brasil, já que nem China nem USMCA são alternativas, ambos padecendo dos mesmos pontos fracos – energia limpa e renovável e mão de obra. O aumento de impostos que deve vir para a zona do Euro para ajustar o fiscal também deve contribuir para a tentativa de dinamizar a economia (mais um fator positivo para o acordo).

A polarização mundial cada vez maior deve tornar tais proteções mais comuns. Tudo leva a crer que emissão de carbono será nota de corte comercial – com a China como alvo (ainda que não

declarado). Se as pressões para a anexação de Taiwan entrarem na conta, com todas as tensões que isso deverá gerar, a polarização de hoje ficará parecendo coisa de criança.

Os mais pragmáticos talvez dissessem que o mundo está virando de cabeça para baixo. E apesar do exagero retórico, não estariam tão longe assim da verdade. A globalização, antes considerada por muitos analistas bons um movimento sem volta, parece estar em marcha ré.

O Brasil, no entanto, mantém boas relações políticas e econômicas com grande parte do mundo – até com aqueles países que não se pode chamar exatamente de democracias. Somos uma alternativa, em um cenário de comércio mundial mais intenso, principalmente no agronegócio e em recursos naturais (minério e petróleo especialmente) – e esperamos em biocombustíveis e produtos eletrointensivos e relacionados (hidrogênio inclusive, já que é gerado pela eletrólise. Mais um caminho levando a Roma).

Os dados econômicos da China surpreenderam em outubro. O PIB se mostrou resiliente, devendo crescer perto de 5% neste ano – puxado para cima principalmente pelo consumo da população, que aos poucos vem recuperando a confiança. Já o setor imobiliário continua na crise profunda: a construção de moradias caiu 24% no acumulado do ano sobre 2022 e não se vê sinais de melhora.

A economia chinesa segue em transição para um modelo diferente e mais sustentável de crescimento, baseado no consumo recorrente interno e em indústrias mais tecnológicas, corrigindo exageros (e não são poucos) do passado, baseados em investimentos em infraestrutura e exportações. Tudo na China é monumental, e o país caminha a passos largos para se tornar a maior economia do mundo. Uma parcela significativa de seus mais de 1,3 bilhão de habitantes sequer foi incorporada ainda ao mercado de consumo.

Sobre *commodities*, o grande destaque é (de novo) o açúcar, com o cenário de estoques baixíssimos e clima ruim nos principais produtores mundiais (Índia e Tailândia principalmente) – exceto o Brasil. É um cenário parecido com o de 2010/2011 (lembrando que a cana-de-açúcar tem impacto contínuo do clima passado em safras seguintes).

O índice de *commodities* S&P GSCI está com leve queda no ano – uma boa notícia quando se pensa em inflação e juros: no final de junho a queda estava em mais de 10%. O nível atual também é muito superior ao dos anos de 2015 a 2018, quando o Brasil enfrentou grandes dificuldades econômicas. Estamos ainda em uma boa janela de *commodities*, com *friendly-shoaring* e grandes oportunidades na economia de baixo carbono. O cenário internacional está alinhado a favor do Brasil: os caminhos que levam a Roma estão sem bloqueios ou invasores.

S&P GSCI

577,89

+234,79 (68,43%) ↑ todo o período



Os números de emprego e inflação nos EUA também mostram uma desaceleração da dinâmica vista até aqui. A geração de vagas veio abaixo do esperado, o desemprego subiu e os relatórios anteriores foram revisados para baixo. O salário também está crescendo abaixo do estimado pelo mercado – um mero 0,2% em outubro, repetindo setembro.

O trabalho do Fed parece estar surtindo efeito: o dado de inflação do mês passado veio acima do esperado, mas foi neutralizado pelo relatório de empregos e o *yield* de 10 anos do Treasury permaneceu estável em 4,55%, depois do recorde de 5% em meados de outubro. Após o relatório de empregos, as bolsas globais subiram fortemente, recuperando as perdas, mas no mês o S&P 500 caiu 2,2% e a Nasdaq caiu 2,8% – pouco menos que o Ibov, também contaminado pelos humores internacionais (especialmente pela turbulenta terra do Tio Sam).

Conjuntura Nacional

Outubro foi um mês de intenso movimento de peças no tabuleiro macroeconômico. A política monetária, antes grande centro das discussões, ficou um tanto a reboque do cenário fiscal, à medida em que Roberto Campos (presidente do BC) deixou clara sua interdependência – e que o diretor de Política Monetária, Gabriel Galípolo, mostrou ser mais ortodoxo do que muitos esperavam.

O foco do mercado brasileiro, então, passou para a política fiscal – lado a lado com a taxa de juros do Fed (o BC dos EUA). Comentamos em Resenhas anteriores o quão inevitável parece (cada vez mais) o descumprimento da meta de déficit zero para 2024. O presidente Luiz Inácio Lula da Silva praticamente selou seu destino, desautorizando publicamente o ministro Fernando Haddad (Fazenda).

Não que reconhecer que a meta não deve ser cumprida tenha causado qualquer surpresa em qualquer um. Foi mais a forma como a coisa se deu – e foi essa forma que deixou o mercado de mau humor. Foi um passo atabalhado, desastrado e pior: precoce. O ministro Haddad conseguiu corrigir em parte o estrago, estabelecendo que a meta seria de déficit de 0,5% e que esse limite dependeria de Legislativo e Judiciário.

Nem tudo ficou claro ainda, mas é certo que movimentar a meta não se faz sem custos para Executivo e Congresso. Futuros aumentos da meta deverão ser muito bem calculados – e com seu custo, dado o comportamento da curva de juro.

O atual governo tem uma relação bem melhor com o Judiciário que o anterior (o que, de todo modo, não seria nada difícil); dada a importância que o Judiciário adquiriu nos últimos anos, apoio vindo dali será importante para alcançar a meta do déficit. Haddad comentou bastante sobre a diminuição dos subsídios e renúncias fiscais no país.

Ainda é cedo para formular qualquer juízo sobre a reforma tributária e seus impactos, mas está claro que as assimetrias tributárias diminuirão. Apesar de muitas críticas aos setores que tiveram alíquota do IVA reduzida, dadas as expectativas, os setores privilegiados foram poucos. Mas Haddad já admite que o IVA de 25% deverá galgar para 25,5% (um número relevante de economistas e tributaristas fala em 27%). Somando isso à nova invenção de tributação sobre renúncias fiscais, é provável que a assimetria tributária do país diminua consideravelmente, tanto setorial quanto regional.

Sobre a Zona Franca de Manaus: os impostos de que as empresas são isentas serão extintos (na reforma tributária, a cobrança será no destino), então não há como manter o incentivo nos moldes atuais. Há um intenso lobby para se criar impostos extras para o resto do país em produtos que

concorrem com a indústria da Zona Franca – mas essa solução é obviamente inviável: qualquer fábrica instalada na região desencadearia um tributo nacional extra para um determinado setor.

Outra novidade interessante é: mudanças da alíquota dos impostos estaduais deverão ser aprovadas também em um conselho de governadores representantes de pelo menos 60% da população brasileira. Há Estados, no entanto, que se sentem prejudicados, e assim, pedem compensações. É como tentar calcular a quadratura do círculo.

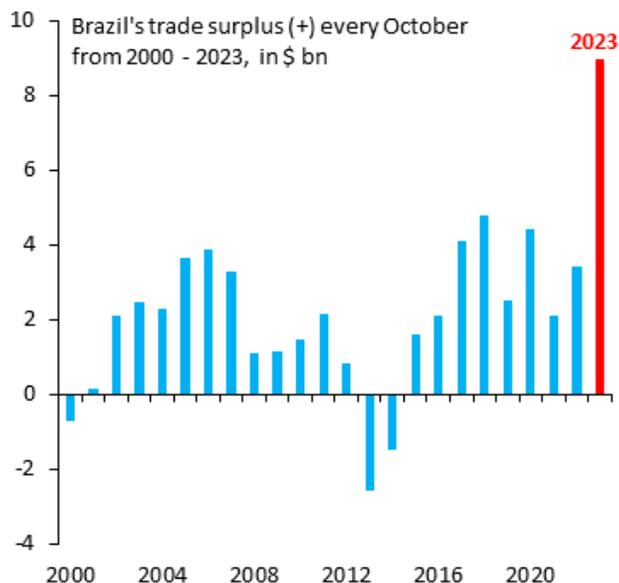
Em termos práticos, será uma reforma que aumentará impostos, transferirá parte da carga tributária da indústria para os serviços e simplificará muito o sistema, facilitando novos investimentos e aumento de produtividade. A indústria nacional ficará mais competitiva. Mas mais impostos significam repasses aos preços; preços maiores significam mais inflação – e com isso os juros não deverão cair como o mercado gostaria. Quadratura do círculo.

Pondo tudo na balança, o governo tem feito esforços para contenção de gastos. Quase 1 milhão de pessoas foram tiradas do Bolsa Família (por conta de irregularidades); a mudança do piso de repasse de saúde para os Estados foi revista, e a verba de segurança pública para 2024 recebeu um vultoso corte.

Mas nem tudo são nuvens de tempestade: o cenário da balança comercial brasileira está muito favorável, mantendo o dólar sob controle (entre R\$ 4,90 e R\$ 5,20) e dando certa margem de manobra para o fiscal brasileiro. Alguns segmentos têm ajudado – como o agronegócio –, mas em volume, não em preços, graças à safra recorde de grãos colhida em 2023. Dentro do agronegócio, o açúcar tem ajudado (em volume e preços), enquanto o minério de ferro vem se recuperando. A produção brasileira de petróleo está cada vez maior e mais importante – em setembro houve o recorde de produção, tendo sido extraídos quase 3,7 milhões de barris/dia de óleo equivalente em nosso território (total 16,7% superior a setembro de 2022).



Fonte: *Trading Economics*



Fonte: IIF

Por último, os dados do IBC-Br e as prévias de mercado para o PIB têm mostrado desaceleração, reforçando argumentos em apoio à queda de juro.

As variáveis principais então são o fiscal nacional e os juros dos EUA – no que diz respeito às expectativas de desempenho da bolsa brasileira. Se a política fiscal for tocada de maneira razoável e a situação dos juros americanos se tranquilizar, teremos uma janela ideal para contínua queda de juro e consequente retomada da alta da bolsa de valores (em preço e em liquidez).

A indústria cresceu 0,6% em setembro sobre um ano antes, puxada principalmente pela indústria extrativa (9,1% de alta, ano contra ano, ou petróleo e minério). A taxa de desemprego de setembro pela PNAD se manteve em 7,7%, tendo a renda real crescido 0,9% contra o mês anterior. A massa salarial real cresceu 5,2% em setembro sobre setembro de 2022. Um fator importante é a contínua conversão de empregos informais em empregos formais: o saldo líquido de empregos formais gerados estava em 211 mil em setembro.

A inflação tem se mostrado comportada – o IPCA-15 de outubro ficou em 0,21%, com a média dos núcleos e a inflação dos últimos 12 meses ficando em 5% ao ano. O IBC-Br (prévia do PIB elaborada pelo Banco Central) desacelerou em agosto, caindo 0,8% contra o mês anterior e ficando perto de 2% no acumulado do ano contra 2022.

A venda de caminhões em outubro se recuperou do fraco desempenho de setembro: houve crescimento de 8,4% na comparação mensal. Os impactos da transição para o Euro 6, no entanto, ainda foram sentidos (o que já foi tema de comentários em Resenhas anteriores). É importante observar que os caminhões Euro 6 já representam a maior parte das vendas no ano: isso mostra que a transição está sendo bem aceita, apesar de preços maiores, custos de financiamento e mercado de crédito retraído.

E chama atenção também a venda de caminhões elétricos, que caiu 44% em relação ao ano passado: os consumidores perceberam que não se trata de uma opção viável para substituir o caminhão a combustão – nem do ponto de vista econômico, nem do operacional e (na nossa opinião) menos ainda do ambiental, considerando o conceito de uma ponta (materiais empregados na fabricação

incluindo baterias) a outra (descarte do veículo e baterias), ou o conceito do berço ao túmulo que deve ser utilizado para de fato medir os impactos ambientais bem como os benefícios gerados ao longo de todo o ciclo dos veículos.

A venda total de veículos novos (incluindo veículos leves, caminhões e ônibus) cresceu mais de 20% no acumulado do ano em relação a um ano antes. Mesmo com juros elevados e bancos apertando os processos de concessão de crédito, o setor segue se recuperando. É questão de tempo para que se conclua a transição para o Euro 6 – o que normalizará o patamar de vendas e levará à retomada do crescimento. A frota, afinal de contas, vai envelhecendo e se tornando antieconômica – enquanto a demanda logística segue crescendo (e mais que todos os setores, no do agronegócio).

O Ibovespa caiu 3,5% em outubro e o índice SMLL caiu 7,4%, refletindo especialmente no final do mês o desânimo com a fala do presidente Lula e as incertezas em relação aos juros futuros no esforço do Fed em reduzir a inflação. Mesmo assim, o dólar permaneceu estável no mês, refletindo o forte fluxo de dólares devido às exportações brasileiras.

No mês passado, o investidor estrangeiro retirou R\$ 2,86 bilhões da bolsa brasileira, completando 3 meses seguidos de venda (o investidor pessoa física realizando a contraparte na compra). No ano, o saldo positivo é de apenas R\$ 6,4 bilhões. Os investidores institucionais continuam como os principais vendedores, com vendas de R\$ 2,45 bilhões em outubro e R\$ 33,4 bilhões no ano, ainda motivados pelas elevadas taxas de juros que cobrem as metas atuariais dos planos de benefício definido, mas que ao longo dos anos perderá espaço para planos de contribuição definidos, com maior tolerância a risco e necessidade de rentabilizar as carteiras. Já as pessoas físicas aportaram R\$ 2,1 bilhões para a bolsa em outubro e já acumula R\$ 10,4 bilhões, superando os investidores estrangeiros. Tal comportamento sugere uma antecipação à queda das taxas de juros e maior apetite ao risco.

Desempenho dos Fundos – Outubro 2023

Outubro certamente foi um mês desafiador para nossos fundos. Verbier perdeu 8%; Delphos, 9,4%; Icatu, 9%. Os principais benchmarks também sofreram, mas menos: IBOV caiu 2,9%; IDIV, 3,2%; IEE, 5,8%; e SMLL, 7,4%.

Discutimos amplamente mais acima os motivos para o estresse do mercado em outubro; aqui, vamos focar nos principais eventos que comprometeram o desempenho de nossas investidas, em uma visão mais *bottom-up*.

O principal deles foi o *follow-on* da Metal Leve; que levou a empresa a perder 23% de seu valor de mercado no mês (mais, vide logo abaixo, nos comentários sobre o Delphos). Também comentamos sobre resultados de Kepler e Irani – nos tópicos Flagship e Icatu, respectivamente.

Antes dos detalhes, gostaríamos de trazer mais uma analogia sobre os mercados – e para isso pedimos mais uma vez licença aos nossos leitores – a esta altura, já deve ter dado na vista que temos um fraco por alegorias e analogias. Dessa vez, usaremos os parques de diversões e as montanhas russas.

Aqueles que já conheceram a Disneylândia – ou parques de diversões de forma geral – certamente já experimentaram esse brinquedo. A diversão começa já nas filas – que, invariavelmente longas, trazem distrações para o turista: o percurso da fila é enfeitado com o tema da atração, distraindo a pessoa pelo que está por vir. As filas e os enfeites, na nossa analogia, são o noticiário – que deixam a

pessoa um tanto alheia, com o bombardeio de informação, servem mais para que a pessoa não sinta o tempo passar enquanto espera. As grandes distrações são os participantes do mercado: não são a montanha russa, mas mostram que sim, existe um mercado, você está para entrar nele e nele há movimentações (às vezes, bruscas).

A atração principal, por fim, é a montanha russa; na nossa analogia, é o mercado acionário.

Quando finalmente passamos por todas as distrações/filas, chegamos enfim à montanha russa. Nos carrinhos, encontramos dois tipos de pessoas: aquelas animadas para se esbaldar nos desafios gravitacionais que formam o passeio, cheio de piruetas e *loopings*; e aquelas que querem apenas que o tormento acabe, segurando-se nas alças com força suficiente para partir um cabo de aço.

“Werner, explique melhor.”

As movimentações bruscas no mercado podem ser encaradas/sentidas como um obstáculo. Na verdade, elas são, isso sim, oportunidades para se “divertir” – leia-se: entrar em sociedade com excelentes companhias, a valores módicos. Ou, em uma outra analogia, a preços de fim de feira – as donas de casa mais experientes sabem que os preços são melhores quando a feira está para acabar, e muitos produtos continuam tão bons quanto nas primeiras horas da manhã.

Voltando à montanha russa, há aqueles que correm para o fim da fila para serem sacudidos, revirados e morrerem de rir de novo. E há os que juram que jamais farão aquilo de novo (só para voltarem vezes seguidas, reclamando e se torturando a cada volta).

A ideia é: as turbulências no mercado financeiro incomodam alguns; para outros, não representam senão oportunidade de encontrar o que as distrações dos grandes *players* não deixam normalmente ver. Mas, uns e outros, se prestarem atenção no principal – que é colher os melhores resultados –, vão voltar de novo e outra vez.

Pois bem, retomando: outubro teve desafios para fartar todos os gostos. Mesmo assim, estamos confiantes nas teses escolhidas nos últimos anos. Todas seguem de acordo com nosso objetivo inicial e esperamos que no futuro possamos nos beneficiar de todos os resultados que entregarão.

Lembrando: o retorno do acionista não está na variação da ação; está na prosperidade da empresa investida no longo prazo. É isso que traz para o investidor retornos sólidos, que não cedem ao vai-e-vem do mercado. Em 2022 nossos fundos receberam R\$ 173 milhões de dividendos e em 2023 (já considerando Metal Leve e CEB, pagos no dia 10), R\$ 193 milhões. E o ano ainda está a quase dois meses do fim.

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

Após cinco meses consecutivos de retornos positivos, a lei da gravidade enfim se fez sentir no Delphos. Com uma queda de 9% (ante a de “apenas” 3% do *benchmark*, IDIV), tivemos nosso 3º pior mês do fundo desde seu início (abril/2018), atrás apenas do fatídico março de 2020 (-31,1%) e junho de 2022 (-14,8%). Outubro incomodou, claro. Mas foi um mês de movimentos de mercado além de qualquer controle – beirando a irracionalidade.

Nosso trabalho aqui é trabalhar tais movimentos atípicos da forma mais racional possível, nos apegando aos fundamentos de cada negócio investido e à criação de valor para os acionistas – mesmo que o mercado leve tempo para reconhecer o valor embutido em nossas investidas. Acreditamos que meses como outubro último contudem no curto prazo. Mas nos ajudam a construir os excelentes retornos de longo prazo. Isso pode soar contraditório num primeiro momento

– mas são essas ocasiões que abrem espaço para posicionar nossos portfólios na direção das maiores assimetrias do momento. Foi o mesmo nas duas quedas citadas mais acima (e em outras mensais, que variaram de -6% a -8%) e em nada a entrega de resultados de longo prazo foi afetada. Nos últimos 36 meses, entregamos retorno de 128,9% (contra 40,8% do IDIV), resultando em um alfa (excedente de retorno) de 88,1%.

Gostaria de relembrar uma analogia para ilustrar o modo como buscamos construir nosso portfólio. O icônico navegador e escritor brasileiro Amyr Klink, no planejamento para sua desafiadora travessia a remo, da costa africana até a brasileira em um barco a remo, em 1984: a ideia inicial era construir um barco que não virasse, fosse qual fosse o mar revolto que encontrasse. Mas e se as condições encontradas fossem tão adversas que finalmente virassem a embarcação? Isso poderia colocar um ponto final súbito e trágico à aventura. Qual a solução? Construir um barco feito para virar! Uma vez virado, ele se recuperaria e seguiria firme rumo ao seu objetivo.

Podemos dizer que é assim que buscamos construir nosso portfólio. Desde que começamos, em 2018, já “viramos” diversas vezes – apenas para, logo em seguida, voltarmos ainda mais fortes. Em outubro, “viramos” mais uma vez. E seguimos confiantes na recuperação. O que nos puxa para cima são os fundamentos sólidos das companhias em que investimos – empresas com décadas de trajetória, que prosperaram em ambientes desafiadores e hiperinflacionários, que geram muito valor, negociadas por múltiplos baixos e que muitas vezes o mercado não percebe e não precifica. Quedas de mercados são inevitáveis e, se aproveitadas com inteligência, são até saudáveis. O que não toleramos é perda permanente de capital – o que, em geral, ocorre quando empresas perdem seus fundamentos, quando seu valor é destruído (ou mesmo quando se faz uso especulativo de derivativos).

Só o setor de Mineração e Metalurgia teve desempenho positivo em outubro (0,3%). Do lado negativo, as maiores “contribuições” vieram de Indústria (-6%) e Agronegócio (-2,3%). O destaque vai para o *follow-on* da Metal Leve, que pegou o mercado de surpresa e não foi bem interpretado por muitos; isso fez suas ações caírem 23% no mês (sozinha, puxou o Delphos 4,3% para baixo). Mas a Metal Leve tem prestado ótimos serviços ao Delphos no ano: sua contribuição positiva acumulada desde janeiro para o fundo foi de 54%.

O *follow-on* movimentou cerca de R\$ 400 milhões, metade através de uma oferta primária (cerca de 7 milhões de novas ações emitidas) e metade, de uma secundária – fazendo o Grupo Mahle diluir sua participação de 70% para 61%. Esse movimento deverá trazer mais liquidez ao papel e ampliar presença nos índices de mercado, que costumam privilegiar empresas com *free-float* maior. É bom ressaltar que o Grupo Mahle não abriu mão do controle da Metal Leve: trata-se da subsidiária mais rentável de todo o grupo em termos de margens, com uma estrutura de capital muito robusta – e que tem permitido 100% de *payout* nos últimos anos (recorrente e importante fonte de recursos).

Um dos motivos para essa oferta, ao que parece, está na necessidade da Mahle de investir em Pesquisa e Desenvolvimento em eletrificação e de fortalecer sua estrutura de capital – de 2021 para 2022, a dívida líquida avançou de € 1,05 bilhão para € 1,7 bilhão, levando a relação Dívida Líquida/EBITDA para perto de 2,5x. E a posição de caixa nesse mesmo período passou de € 1,05 bilhão para a de € 42 milhões. Foi preciso captar recursos para aqueles investimentos – cujo foco tem sido produtos voltados para veículos elétricos, e que devem alcançar de € 550 milhões a € 600 milhões por ano a partir de 2024.

A oferta foi condicionante para uma distribuição complementar de dividendos (provenientes de resultados passados) no valor de R\$ 710,8 milhões, o que representa um *dividend yield* de 15,2% em relação ao valor de mercado que antecedeu a oferta.

Com o mercado “desconfiado” dessa oferta, sem entender o real motivo da Mahle, os múltiplos da Metal Leve foram levados para patamares de 5,8x o preço sobre lucro (P/L), já descontados os dividendos – um valor de mercado de R\$ 4,2 bilhões. Isso sem alavancar a companhia: a Metal Leve ficará com uma dívida líquida de cerca de R\$ 700 milhões (e sem considerar toda a geração de caixa operacional do 2º semestre). Como os dividendos relativos ao ano de 2023 ainda não foram “tocados”, e dada toda a necessidade de capital da Mahle, a Metal Leve estaria negociando hoje com um *yield* de 17% se formos considerar os R\$ 724 milhões de lucro dos últimos 12 meses, e o mesmo para 2023, e 100% distribuídos aos acionistas até meados do ano que vem.

Apesar da oferta, a operação da Metal Leve continua a ser de grande valor estratégico para a Mahle, que colocou o Brasil como principal polo para desenvolver motores movidos por biocombustíveis: todos os desenvolvimentos relacionados a biocombustíveis serão feitos a partir do Brasil, no centro de P&D em Jundiaí (SP) – e o Centro de Engenharia de Filtros das Américas. No entanto, a operação brasileira tem foco no *aftermarket* (mercado de reposição) de margens muito superiores às dos demais negócios da Mahle no Brasil e no mundo.

Outro ponto a destacar é: a maioria dos competidores nessa divisão são monoprodutos, o que abre espaço para a estratégia de *cross-selling* e para grandes vantagens na distribuição dos produtos. Hoje, a frota de veículos no Brasil tem idade média próxima a 12 anos, e a necessidade de manutenção é recorrente.

Mesmo com a divisão de reposição sendo o principal vetor de rentabilidade, a divisão para montadoras (OEM) tende a ganhar representatividade. Neste ano foram assinados novos projetos que podem adicionar R\$ 411 milhões em receitas (quase 15% das receitas de OEM), com destaque para filtros feito com carvão ativado – que coletam vapor gerado no tanque do veículo, reduzindo a entrada de impurezas no motor (gerando assim um importante ganho de eficiência). Podemos esperar novos produtos para o agronegócio, segmento que não vinha recebendo tanta atenção: abre-se espaço para produzir filtros para colheitadeiras e tratores – um trator pode chegar a ter 26 filtros!

Mesmo em um mês desafiador, o Delphos ainda acumula alta de 9,6% em 2023 (contra 7,2% do IDIV), entregando alfa de 2,4% desde janeiro. A volatilidade dos últimos 12 meses ficou em 21,3% (contra 16,7% do referencial), refletindo a maior concentração nas principais teses (sete delas representam 85% da carteira do fundo). Esperamos que a nova temporada de resultados, aberta no início de novembro, traga ao mercado racionalidade para precificar as companhias investidas. Abaixo, a tabela de desempenho do Delphos:

Fundo	out-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	-9,0%	9,6%	5,4%	23,4%	128,9%	186,3%	215,0%
IDIV	-3,2%	7,2%	6,3%	23,8%	40,8%	25,9%	72,8%

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

Assim como o Delphos, o Flagship 60 também enfrentou ventos contrários em outubro, caindo 7,2% (quase igualando o SMLL, que perdeu 7,4%). No ano o Flagship ganha 4,8%, contra queda de 2,7% do

referencial (entregando alfa de 7,5% até aqui). Na tabela, ao final, percebe-se geração de alfa em praticamente todas as janelas, desde seu início (abr/2018).

No mês, os impactos negativos vieram de Indústria (-5,5%) e Agronegócio (-1,8%). O primeiro foi penalizado pela Metal Leve (como explicamos mais acima); o segundo sentiu impacto da Kepler – que divulgou seus resultados do 3T23 em 31 de outubro. Como esperado, foi apresentada importante melhoria em relação ao 2T23, já refletindo o início da retomada das vendas de projetos após o anúncio do PCA de R\$ 6,6 bilhões (28% superior ao liberado no Plano Safra 22/23).

Ressaltamos que a comparação com o mesmo período do ano passado é desafiadora: foi o melhor ano da história da companhia, com lucro superando R\$ 380 milhões. No 3T22, o lucro foi de R\$ 116 milhões (ante R\$ 66 milhões no 3T23). Mesmo assim, 2023 deverá ser o segundo melhor da história da Kepler, hoje em um novo patamar de eficiência industrial com a evolução do seu modelo *lean manufacturing*. Se comparamos o 3º e o 2º trimestres deste ano, o lucro praticamente dobrou. Não sabemos dizer se, visto no momento, o copo, para ficar em um clichê, está meio cheio ou meio vazio. Tudo é questão de ótica. Mas, seja qual for o estado em que esteja no momento, temos absoluta convicção que o copo está enchendo.

Destacamos o forte volume de vendas estratégicas no trimestre: a companhia abriu 18 projetos importantes encomendados no 3º trimestre, que somam R\$ 270 milhões (ainda somados às 17 obras do 2º trimestre, que totalizavam R\$ 201 milhões) e que se farão presentes nos próximos trimestres (principalmente 4T23 e 1T24). A Kepler tem condições de entregar até 300 projetos por ano, é bom ressaltar.

O PCA, até o momento, teve apenas R\$ 1,2 bilhão liberados (50% para infraestrutura e 50% para armazenagem de fato), mas já faz com que os produtores com recursos aprovados (apenas à espera da liberação) antecipem pedidos para ampliar a capacidade de armazenagem.

A linha de agroindústria, voltada para CNPJs como cooperativas e tradings, segue robusta: o crescimento foi de 44% frente ao trimestre passado. Temos visto um movimento firme das cooperativas em busca de novos investimentos em armazenagem, pois se encontram com seus silos tomados por grãos. Um exemplo é a Cocamar, com 30% da safra de soja ainda estocada e 65% da safrinha de milho nos seus armazéns. As instalações têm ao todo 2,2 milhões de toneladas de capacidade de armazenagem – mas receberam 4,2 milhões de toneladas de grãos de seus produtores nesta safra.

A Coamo é outro exemplo: com espaço para estocar 5,6 milhões de toneladas, pretende ampliar em 10% ao ano a capacidade nos próximos 3 anos. Destacamos também a linha de Reposição e Serviços, que atingiu R\$ 71,5 milhões no trimestre (ou R\$ 280 milhões, se anualizado), que traz maior recorrência e tem sido impulsionada pela Procer e a abertura dos Centros de Distribuição em Balsas (MA) e Paragominas (PA), aproximando-se dos clientes nessas regiões.

Se pegarmos o lucro dos últimos 12 meses, a companhia negocia a 7,0x a relação P/L (mesmo em um ano desafiador), num momento em que as vendas de projetos indicam um cenário positivo para pelo menos os próximos 2 ou 3 trimestres. O caixa líquido segue estável em R\$ 113 milhões, mesmo com pagamento de R\$ 55 milhões no 2T23 em dividendos e JCP (representando 3% de *yield* referentes a essa distribuição apenas).

Outra boa notícia é a aprovação de um Projeto de Lei em Comissão da Câmara para instituir o Resilos (Regime Especial Tributário dos Silos), que busca acelerar a expansão da capacidade da armazenagem no país ao suspender a cobrança de 9,25% sobre PIS e COFINS (IPI é isento) dos

projetos de armazenagem – incluindo incentivos fiscais temporários para fabricantes de silos (como a Kepler). O projeto ainda não foi a plenário, mas vemos um empenho muito positivo do atual governo para ampliar a capacidade de armazenagem.

Abaixo segue a tabela de desempenho dos fundos Flagship 30 e Flagship 60, respectivamente:

Fundo	out-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	-7,5%	4,2%	2,4%	9,7%	92,3%	128,9%	247,9%
SMLL	-7,4%	-2,7%	-16,2%	-16,2%	-13,2%	-18,5%	11,5%

Fundo	out-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	-7,2%	4,8%	1,5%	10,3%	95,5%	124,1%	240,6%
SMLL	-7,4%	-2,7%	-16,2%	-16,2%	-13,2%	-18,5%	11,5%

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

Assim como os demais, o Verbier teve seu retorno impactado por Indústria (-5,7%) e Agronegócio (-2,2%). Enquanto o Ibovespa caiu “apenas” 2,9%, o Verbier ficou para trás em 5,1%, com a perda de 8% no mês. No acumulado de 2023, o fundo acumula alta de 8,3%, contra 3,1% do referencial. Desde seu início (jul/2018), entrega retorno de 215% (alfa de 170,1%!). A volatilidade do fundo nos últimos 12 meses foi de 19,5%, contra 18,8% do IBOV – mesmo com as 6 principais posições representando 80% do fundo.

Com uma estratégia de ações livres, o Verbier consegue alocar em empresas além do universo das *small* e *micro caps* – aproveitando oportunidades pontuais nas *large caps* (se assim o mercado permitir). Convidamos todos para acompanharem a primeira live de novembro, quando trouxemos uma novidade: a Suzano passou a ser a nova investida do fundo, o que mostra que estamos de olho nas oportunidades trazidas pelas *large caps*.

Apenas um spoiler: hoje, a Suzano é a maior produtora mundial de celulose fibra curta e uma das empresas mais competitivas em custo desse tipo de insumo (com custo caixa de R\$ 861/ton), e vai entregar o Projeto Cerrado em junho de 2024, expandindo sua capacidade de produção em 2,5 milhões de toneladas (mais de 20% da capacidade atual). E isso a um custo-caixa de produção ainda mais competitivo: R\$ 500/tonelada (o mais baixo do mundo).

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

Em outubro, o 70 Prev caiu 7,7%, contra alta de 1% do CDI. Apesar do revés no mês, o fundo tem sido destaque da Trígono nos últimos anos, e entre os fundos de previdência desde seu início (2.set.2019). No acumulado de 2023, o 70 Prev avança 10,8%, contra 11% do referencial (empate técnico, digamos). Se comparado ao IBOV, nosso fundo se destaca ainda mais: com 70% de exposição em ações, bate o IBOV por ampla margem (10,8% vs 3,1%). Em 24 meses, o fundo apresenta 19% de alfa em relação ao Ibovespa. Mas mais importante é seu retorno desde o início: 90,5% (ante 36,2% do CDI).

Aqui, mais uma vez, pesaram Indústria (-4,9%) e Agronegócio (-2,4%), sem contribuições positivas. Lembrando: praticamente 9 empresas representam os 70% alocados em renda variável.

Fundo	out-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	-7,7%	10,8%	7,4%	28,3%	69,9%	87,3%	90,5%
CDI	1,0%	11,0%	13,4%	26,5%	30,7%	34,9%	36,2%

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

Nosso outro fundo previdenciário (diferente do 70 Prev porque está 100% alocado em renda variável e por ter limites regulatórios diferentes) teve um outubro também desafiador: queda de 9,4%, contra um recuo consideravelmente menor (-2,9%) do IBOV. Consumo (-3,9%) e Indústria (-3,2%) puxaram o desempenho fraco – o mercado penalizou Movida e Metal Leve. No lado positivo, tivemos o Agronegócio (0,6%). Aproveitamos para reforçar nossa empolgação com o açúcar, que está nos maiores níveis desde 2011: uma escassez crítica do “ouro branco” fez com que Índia e Tailândia barrassem ou reduzissem exportações da *commodity*. A volatilidade do Icatu 100 terminou o mês em 22% (contra 18,8% do IBOV). Embora possa investir em *large caps*, o fundo está focado nas *small caps* – classe de ativos em que (acreditamos) estão as maiores assimetrias.

Como ainda não falamos de Irani, aproveitamos essa seção para atualizar a tese e comentar um pouco dos resultados referentes ao 3T23 que foram divulgados. O trimestre mostrou uma resiliência muito forte nos indicadores da companhia, muitas vezes taxada como empresa de papel e celulose – para a Trígono, a Irani é um *player* de papel e embalagens (consumo), sem exposição direta aos preços da celulose. O lucro líquido ajustado foi de R\$ 70,8 milhões, queda de 26% frente ao mesmo período do ano passado (que ainda refletia preços maiores na linha de papel ondulado). Com a queda de 29,7% nas aparas (principal linha de custo dessa divisão) nos últimos 12 meses, os preços praticados diminuíram, e o volume vendido foi menor.

Importante mencionar: o resultado do 3T23 reflete já o efeito do início da compensação do crédito tributário sobre a compra de aparas. Foram compensados, até setembro, R\$ 31 milhões referente a aquisições de aparas passadas, tendo restado um saldo de R\$ 194 milhões a serem compensados nos próximos 6 trimestres. Outro ponto crucial: metade desses créditos será destinada ao pagamento de dividendos. Apenas nos últimos 12 meses, a Irani distribuiu R\$ 213 milhões em proventos – excelente *yield* de 11%, se considerarmos o fechamento do terceiro trimestre.

A política de dividendos é clara: 50% de *payout* (dividendos sobre o lucro líquido) caso a relação dívida líquida/EBITDA esteja abaixo do limite estipulado pela companhia: 2,5x. Hoje se encontra em 2,1x, mas impulsionada pelo *clímax* dos investimentos da Plataforma Gaia – que tem a caldeira de recuperação do licor negro como principal investimento, levando a aumentos de 56% na geração própria de energia (se tornará praticamente autossuficiente) e de 29% na produção de celulose para *kraft* marrom. A caldeira já entrou em operação antes do prazo e segue em curva de aprendizado, com a conclusão total estimada ainda para este ano. O valor desse investimento (praticamente todo desembolsado) chegará a R\$ 682 milhões.

Abaixo, segue o quadro de desempenho do Icatu desde seu início:

Fundo	out-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	-9,4%	12,1%	3,7%	23,3%	96,6%	96,0%
IBOVESPA	-2,9%	3,1%	-2,5%	9,3%	20,4%	12,7%

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

Iniciado em fevereiro de 2021, o Power & Yield acumula 10,7% de alta neste período, contra queda de 2,2% do IEE (12,9% de alfa). O desempenho do fundo é o pior no acumulado de 2023 até aqui – mas, em outubro, em meio a todos os problemas, foi o que menos sofreu: sua queda no mês foi de 3%, contra uma mais acentuada, de 5,8%, do IEE. O fundo gerou alfa de 2,8% no mês – quando completou quatro meses consecutivos gerando alfa. Uma recuperação branda, mas que confiamos que acontecerá em algum momento, dada a robustez das teses – PetroRecôncavo, Jalles, Celesc, Unipar e outros.

Observando os desempenhos por setor, nenhum teve valorização. E os destaques negativos nem foram tão negativos assim: os setores Químico (-1,4%) e de Agronegócio (-1,2%) puxaram o fundo para baixo.

Fundo	out-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-3,0%	-11,3%	-12,2%	-5,6%	10,7%
IEE	-5,8%	2,4%	-3,8%	8,3%	-2,2%

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

Nosso campeão de 2023 até aqui segurou bem, dentro do possível, a tempestade que atingiu a classe de *small* e *micro caps*. Com foco 100% em *Micro Caps* (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), o Horizon apresentou queda de 5%, ante perda de 7,4% do SMLL. No acumulado do ano, o fundo entrega incríveis 21,4% de retorno, muito acima da queda de 2,7% do referencial. Desde seu início (set/2021), o retorno é de “apenas” 2,7%, mas neste mesmo período o SMLL sofreu uma queda de nada menos que 31,3%! Portanto, o alfa nesses poucos mais de 2 anos é de 34%.

O desempenho negativo foi de novo impulsionado por Agronegócio e Consumo (ambos com perda de 2,1%). Nos últimos 12 meses, a volatilidade do fundo é de 17,9%, enquanto do SMLL foi de 24,8% – ou seja: mais um destaque positivo para o nosso fundo.

Fundo	out-23	2023	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	-5,0%	21,4%	11,6%	19,4%	2,7%
SMLL	-7,4%	-2,7%	-16,2%	-16,2%	-31,3%

Prezados leitores, outubro de fato foi um mês desafiador, mas nem por isso sem motivos para comemorar. Atingimos a importante marca de R\$ 3 bilhões sob gestão e já preparamos em outubro novas surpresas para nossos estimados investidores além do Trígono Day dia 23 de novembro.

Em novembro, até o dia 14, as empresas terão divulgado seus resultados, completando ¾ do ano, e esperamos poder apresentar resultados em boa parte superiores ao segundo trimestre, e de forma geral bem melhor que grande parte das empresas listadas. Solidez financeira e resiliência. Em momentos desafiadores da economia, é um bom seguro e já está no caminho para um 2024 bem melhor que 2023.

Mais uma vez, muito obrigado pelo apoio de nossos parceiros e confiança dos nossos prezados investidores.

Reiteramos o convite a todos os nossos leitores e investidores a nos acompanharem nos nossos diversos canais e meios de comunicação - **Resenhas**, *lives* semanais (sempre às quartas-feiras, 19h, no canal do Youtube) e outros. Transparência é um dos nossos diferenciais e além do óbvio a forma como fazemos e porque entregamos resultados diferentes e tão positivos. Contamos com vocês.

Inscrevam-se em www.trigonocapital.com para receber todos os nossos conteúdos.

Werner Roger – gestor, e equipe de analistas Pedro Carvalho, Shin Lai, Yuhzô Breyer e Guilherme Cambraia.

=====

NOTAS

*A divisão do tempo em a.C. (antes de Cristo) e d.C. (depois de Cristo) é consagrada pelo uso. Óbvio, há um elemento religioso em sua raiz, mas a divisão é aceita como padrão mesmo em religiões diferentes – que também têm seus próprios marcos temporais. E há mesmo uma terminologia nova para excluir o caráter religioso: a sigla AEC (Antes da Era Comum). A disputa sobre essas siglas gerou [polêmicas](#) (e o que não causa controvérsia hoje em dia, não é mesmo?) e originou ao menos uma [posição oficial](#). A Wikipédia traz um [verbete](#) bastante breve, simples e informativo sobre a questão, para aqueles mais interessados. De nossa parte, utilizamos a sigla como convenção (e apenas isso), que, apesar da nova nomenclatura, é amplamente aceita em textos e contextos das mais diversas naturezas.

**Mas, diferente da história do casal, a indústria automotiva ruma para um final dos mais felizes. A história/lenda de Dido e Enéas mereceu uma [ópera](#) do prodigioso compositor inglês [Henry Purcell](#) (1659 – 1695), cuja [abertura](#) é inesquecível. E ganhou uma releitura cinematográfica na chamada “Trilogia Antes do Amanhecer” (“Antes do Amanhecer”, “Antes do Pôr do Sol” e “Antes da Meia-Noite”), de Richard Linklater, com Ethan Hawke e Julie Delpy. Sessão da Tarde garantida.



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

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