

RESENHA MENSAL

Ano do Dragão, na China
e no Brasil, desafios e
oportunidades.
**Bem-vindo
a 2024!**



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

Ano do Dragão, na China e no Brasil, desafios e oportunidades. Bem-vindo a 2024!

Prezados leitores e investidores,

Saudações a todos que começam mais um ano conosco. E a todos que começam o ano conosco ou não, fazemos votos de que tenham um excelente 2024. Que o ano que se inicia seja uma jornada a conduzir os homens de todo o mundo à harmonia e à paz.

A cada início de ano, com os teclados sob nossos dedos, ou, numa expressão mais nostálgica, algo romântica: com a pena na mão, assumimos a instigante missão de fazer uma breve retrospectiva do ano recém-encerrado. A Resenha é, basicamente, um relato condensado dos fatos recentes, vistos de nossa perspectiva, e que, claro, influenciam nossa estratégia e nossos investimentos. No entanto, são tantos os assuntos que a brevidade é apenas uma semântica.

É na realidade uma empreitada de fôlego, e a cada mês temos um manancial de eventos a serem considerados. E, mesmo abrangente como é, a Resenha teria de ter a extensão de um livro a cada mês se fosse esmiuçar todos os fatores em questão. O que fazemos é incluir os temas essenciais pensando em como conduziríamos uma conversa com alguém sobre eles.

Pois bem: comecemos aqui lembrando um trecho da parte inicial da Resenha de janeiro de 2023, intitulada **“Platão e a Nau dos Loucos”**:

=====

Encerrado 2022, abrem-se as portas para um novo ano, cheio de esperança. Que é representada, por exemplo, pelo coelho no horóscopo chinês para 2023. Que é lembrada também na poesia — por exemplo, nas palavras do poeta inglês Alfred, Lord Tennyson:

*“Esperança
Sorri dos umbrais do ano que chega,
Sussurrando: ‘Será mais feliz.’”*

Com mais de 40 anos de vida profissional, atravessei diferentes governos e planos econômicos, e crises de várias magnitudes (quase anuais), incluindo 4 governos sob gestão do PT, o último deles de caráter reconhecidamente desastroso e que se findou antes da metade, todos se recordam muito bem, e os panelaços que instigaram o Congresso a agir.

Do ponto de vista assentado nessa base, digo: quero dar um voto de confiança ao novo governo.

Quero torcer para que dê certo. Quero lhe dar o benefício da dúvida. Lembro do notável Winston Churchill, que teria dito: “Sou um otimista. Não me parece muito útil ser outra coisa”. Eis aí, numa pílula, a descrição do sentimento a se ter na situação atual.

=====

A mensagem final da Resenha de janeiro de 2023 não poderia ser mais profética. Mais um ano desafiador se abre, e já dos umbrais vemos com otimismo a jornada do Brasil rumo ao crescimento. Por aqui, na Trígono, alinhamos velas e leme aos ventos, enquanto deixamos mais uma vez o porto. Toda navegação, no ar ou no mar, encontra turbulências, inerentes também ao mercado financeiro.

Mas somos pilotos experimentados. Por isso, agradecemos a confiança de nossos passageiros (investidores).

A primeira Resenha do ano passado menciona a Esperança não só no poema de Tennyson, mas no horóscopo chinês, no qual é representada pelo coelho. Saudávamos ainda o novo governo, com a manifestação de votos de confiança.

Até aqui, a torcida e o otimismo prevaleceram. Como sempre digo, o pessimista vive menos e pior. O otimista vive no mesmo mundo de sua contraparte mais carrancuda, mas ao menos olha para cada novo dia com a perspectiva de que o melhor está logo ali, e mais bem-humorado que os pessimistas.

- *Werner, a primeira Resenha do ano passado foi inspiradora. Mas 2024 já começou — podemos...?*

Claro — e tudo começa com um breve sobrevoo para avaliar, em grandes linhas, o que foi 2023.

O segmento de renda variável sofreu com pesados resgates nos fundos de ações. Foram mais de R\$ 17 bilhões retirados, e não só: a alocação de investidores institucionais em renda variável atingiu um de seus mais baixos percentuais. Muitos correram para a barra da saia da renda fixa, atrás de proteção para as metas atuariais dos planos de benefícios definidos.

Mas a Trígono, lembrando o poeta Robert Frost, escolheu um caminho menos trilhado. E esse caminho fez com que os R\$ 2,3 bilhões sob gestão no início de 2023 crescessem e se tornassem, ao fim do ano, R\$ 3,3 bilhões. O desempenho dos fundos teve, no entanto, um papel negativo, o que torna esse crescimento ainda mais significativo (reconhecemos os desempenhos que deixaram a desejar).

O trabalho desenvolvido desde o início da gestora, a qualidade da equipe e o processo diferenciado de investimentos: eis aí o que está na base do avanço que fizemos em 2023. Foram esses fatores também que fizeram a BB Asset escolher a Trígono em um rigoroso processo de seleção conduzido pelo UBS (parceiro do BB na área de banco de investimentos na América Latina). Princípios, valores, ética, ESG, complementaridade de negócios e criação de valor aos acionistas e investidores. Tudo isso foi determinante. A parceria vai atuar na distribuição de nossos fundos, e vamos também criar produtos junto a BB Asset, BB e BB Seguridade, atendendo todo o Grupo BB e todos os nossos clientes, pois alguns produtos não serão exclusivos no Grupo BB. Logo teremos novidades.

Também dentro da parceria com a BB Asset realizamos nosso Trígono Day no auditório da sede do BB em São Paulo. Foram muitos os convidados ilustres a participarem de painéis e discussões importantes. E o fechamento foi (num assumido clichê estilístico) com chave de ouro: a palestra do extraordinário esportista, velejador e ser humano Lars Grael. Foi onde buscamos a inspiração para título e tema da Resenha de dez/2023: [A Saga de um Campeão](#).

Lançamos ao longo do ano vários produtos, culminando com o Fundo Trígono Parthenon, composto por empresas *mid & large cap* com valor de mercado acima de R\$ 10 bilhões, liquidez diária acima de R\$ 10 milhões, resgate em D + 5 (mais 2 dias para crédito em conta corrente), seguindo os mesmos preceitos de seleção de ativos dos demais fundos. Com o Parthenon, a Trígono dispõe agora de seis diferentes fundos e estratégias de renda variável, sete de previdência complementar, um de crédito e de um ETF de *small caps* (TRIG11). Nossos fundos têm metodologia própria e oferecem aos investidores um amplo leque de opções, com geração de alfa (retorno acima dos índices de referência) e redução de risco, fundamentada em diversificação e complementaridade.

O reconhecimento do retorno superior de nossos fundos é atestado pelas inúmeras premiações e pelos muitos primeiros lugares em diferentes *rankings* com prazos de três e mais anos. Nosso *rating* de qualidade de gestão foi reafirmado pela agência Moody's: MQ2, nota equivalente a um *rating* AA, em mais um reconhecimento de nossa qualidade.

Ainda em 2023, a Trígono tornou-se signatária do PRI (*Principle of Responsible Investment*), organização global que busca as melhores práticas em investimentos responsáveis. Sobre o PRI, é um orgulho e uma honra saber que Denísio Liberato, CEO da BB Asset, é o único latino-americano entre os oito membros do *board* da organização. São cerca de 4 mil signatários em todo o mundo responsáveis por mais de US\$ 120 trilhões de ativos sob gestão.

O ESG, para a Trígono, não é apenas discurso. Divulgamos a nova edição do nosso Relatório de Sustentabilidade, que mostra como nossas empresas investidas impactam o meio ambiente. Emissões de CO2, gestão de água, energia elétrica e resíduos, está tudo ali, nada a esconder. Nós nos envolvemos, e por isso medimos e reportamos, tentando, com nossos melhores esforços, influenciar e ajudar as empresas a melhorarem em sustentabilidade, governança e responsabilidade perante a sociedade.

A maior parte das empresas investidas publica relatórios próprios de sustentabilidade, o que, a nosso ver, já deveria ser obrigatório para aquelas do Novo Mercado. E não só: investidores e *stakeholders* em geral, colaboradores, fornecedores, clientes, credores, acionistas e todos que têm relação, direta ou indireta, com as empresas, todos mesmos, deveriam receber essa prestação de contas.

*

Bem, dito tudo isso, vamos voltar ao título dessa Resenha.

O ano novo chinês segue o calendário lunar, em uma tradição mantida desde 2200 a.C., há mais de 4 mil anos, portanto. É um dos eventos e feriados mais importantes da China. Para se ter ideia, as celebrações podem durar até 15 dias (aqui, feriado mesmo, só o dia 1º). A virada de ano na China acontece entre 20 de janeiro e 20 de fevereiro no nosso calendário (que é solar; como o calendário deles é lunar, a data é móvel). Neste ano, será no dia 10 de fevereiro, coincidindo, portanto, com o nosso Carnaval (de 10 a 13 de fevereiro). Pode ser só uma coincidência. Mas poderia ser um bom augúrio: quem sabe não é alinhamento astral que fortalecerá a relação do Brasil com a China?



O horóscopo chinês tem 12 signos, 11 deles representados por animais reais (rato, boi, tigre, coelho, serpente, cavalo, cabra, macaco, galo, cão e porco) e um por um animal mitológico, justamente o

dragão. O ano em curso no calendário chinês (que se encerra em 9 de fevereiro do nosso) é o do coelho, considerado signo de cautela (que é própria do animal, aliás, sempre alerta para fugir de predadores).

Para os chineses (ou simplesmente para aqueles que acreditam no horóscopo chinês), o dragão é considerado o melhor signo. Muitas famílias planejam ter filhos no ano desse signo, por considerá-lo auspicioso. A literatura a respeito é farta: a mitologia do dragão o descreve, por exemplo, como um ser cuja fome é insaciável. Um traço mais conhecido é seu grande poder destrutivo. O que, para lembrarmos a expressão do economista Joseph Schumpeter (1883-1950), é o outro lado da moeda no conceito de “destruição criativa”: uma vez destruído algo, vem a criação, a renovação. Ou o próprio Fênix, um ser popularmente relacionado com as mitologias grega e egípcia. Trata-se de uma ave com penas avermelhadas e douradas e que tem a capacidade de renascer.

O dragão é associado ainda a arrojo, bem-aventurança, prosperidade, sorte, ação, força e sabedoria. Mas, sabemos bem disso, boa sorte não é sentar-se à sombra e deixar o acaso trabalhar só a nosso favor, 100% das vezes. É, isso sim, trabalhar duro, ter atitude e saber agarrar oportunidades, que são, por sua vez, metade do binômio formado com o risco.

Os leitores interessados encontram facilmente uma miríade de informações e referências a respeito do horóscopo chinês em qualquer busca breve pela internet.

Werner, para ficar no espírito da astrologia, essa conversa está começando a parecer aqueles bilhetinhos de biscoito da sorte. Como o horóscopo chinês e investimentos se alinham? Elabore, por favor.

[Há quem diga](#) que o biscoito da sorte é, na verdade, uma tradição do Japão, e não da China. Reportagem do “[The New York Times](#)” ouviu uma fonte que diz que a iguaria pode até vir do Japão, mas foi a cultura chinesa que explorou seu potencial. Mais ou menos como uma disputa pela paternidade do *whisky*: há quem diga que este nasceu na Irlanda, mas defende que na Escócia é que se faz o melhor.

Mas voltemos. A China como um dragão insaciável é o ponto de maior incerteza, a nosso ver, se essa insaciabilidade for usada para representar sua economia.

No ano passado, os especialistas de Wall Street, consultando seus oráculos, davam uma recessão nos EUA como líquida e certa, bem como uma dura briga do Fed (o BC dos EUA) para conter uma inflação que começava a se comportar como a brasileira pré-Plano Real, de 1994. O dragão, aliás, é também símbolo para a inflação desenfreada.

Esses maus presságios eram confirmados (na visão daqueles que enxergavam pelo viés de confirmação) pela crise bancária de bancos regionais (Silicon Valley Bank-SVB, Silvergate Bank e Signature) e pelo colapso do Credit Suisse, que só não naufragou porque o Swiss National Bank (BC suíço) interveio. Bom, diante da certeza quase metafísica de que uma crise bancária com recessão estava a caminho, a queda das ações viria sem ter como evitar. Era o que eles achavam.

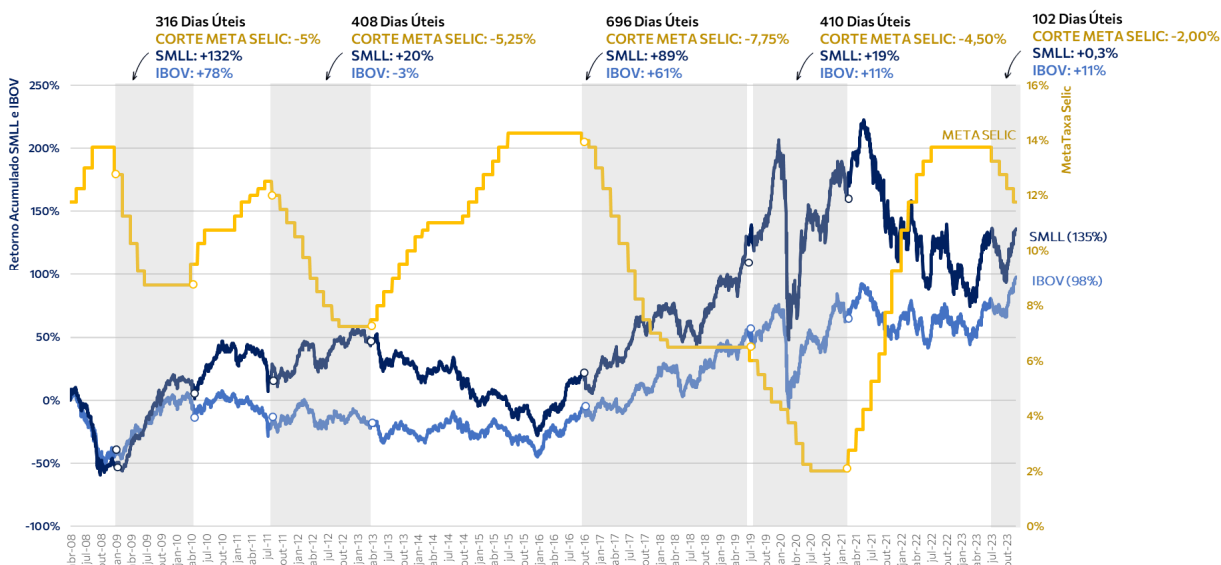
A história, como vimos depois, não foi bem essa. O que se viu foi ações subirem fortemente, impulsionadas pelos negócios de tecnologia (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Nvidia, Microsoft, as de sempre) pela entrada em cena de um novo ator: a Inteligência Artificial. E teve a Tesla (veículos elétricos) correndo na raia ao lado. Curiosamente, o preço do ouro bateu recorde, e os *Treasuries* (títulos do Tesouro dos EUA) de dez anos chegaram a render 5,02% ao ano em outubro (o que não se via desde 2007). Ouro e *Treasuries* são ativos que, em condições normais de temperatura e pressão,

se movem em sentido contrário ao dos ativos de risco. Mas as coisas não se deram bem assim também, e os cavaleiros do apocalipse, mais uma vez, caíram dos cavalos. O S&P 500 se valorizou 24,2% e o NASDAQ, 43,4%. Esses sabichões do apocalipse tendem a dar uma sumida quando seus chutes erram (e como erram!) o gol. Até, claro, elaborarem outra profecia apocalíptica, encontrada nas folhas de chá (ou seja lá onde for que eles enxerguem sinais).

No Brasil, iniciávamos 2023 sob o signo da incerteza: chegava um novo governo, com um ministro da Fazenda sem credenciais para o cargo. Apontando para nuvens carregadas vindas de Wall Street que só eles viam, os cavaleiros tupiniquins do apocalipse também passaram a ver maus augúrios em toda parte, com aversão a risco antecipando um fluxo negativo para os mercados emergentes (principalmente aqui).

Caíram do cavalo também. A projeção do PIB do Brasil, segundo pesquisa do Boletim Focus do BC de 30/dez/22, apontava para 0,75% em 2023. No entanto, uma pesquisa realizada entre cerca de 80 agentes do mercado financeiro entre novembro e dezembro do ano passado cravou mediana de 3% (com extremos de 2,8% e 3,3%), muito acima das expectativas de um ano antes, portanto. Para 2024, a mesma pesquisa aponta para 1,6% de alta. E de acordo com o Boletim Macro-FGV/Ibre (dez/23), a expectativa para o PIB de 2024 é de crescimento de 1,4%, com extremos de -1,6% para a Agropecuária (retração praticamente consensual, devido a fatores climáticos adversos); de 1,8% para Indústria e de 1,9% para Eletricidade e outros. Gente grande tem essas boas expectativas: Banco Bradesco (2%); Bank of America (2,2%); e BB Asset (2,4%).

O PIB e as taxas de juros são dois dos principais fatores que influenciam a alocação em renda variável, no Brasil e fora. Vejamos a seguir se de fato existe uma relação entre juros e mercado acionário, em particular as *small caps*, que se caracterizam pelo maior crescimento das empresas de menor porte e valor de mercado.



Fonte: Economática/Trigono

A imagem acima mostra que, desde a criação do índice SMLL (abril/2008), houve quatro ciclos de baixa da Selic, com 457 dias úteis (em média) de duração. Em 29 de dezembro, estávamos com apenas 102 dias após o primeiro corte da taxa, ou seja, menos de ¼ da média. Também em média, para cada 1 ponto percentual de queda da Selic, o SMLL subiu 11,5x e o IBOV, 6,4x. Ou seja: o beta do SMLL foi 1,8x superior ao do IBOV durante os últimos 4 ciclos de desaperto monetário.

O IGP-M de 2023, que ficou em -3,18% (contra alta de 5,45% em 2022), mostra que não há pressões inflacionárias aparentes do lado do atacado e de matérias-primas. O índice foi o menor da série histórica, com milho (-30,05%), soja (-21,9%) e diesel (-16,6%) puxando para baixo, além de aço, petróleo e petroquímicos. Também os preços administrados (tarifas das concessionárias de energia, água e esgoto, telefonia e pedágios) deverão ser contidos pelo próprio IGP-M e pelo IPCA-15, que ficou em 4,72% em 2023, mas apontando para baixo. O dólar, que se desvalorizou 8,24% no ano passado, amortece os preços de bens de consumo importados e matérias-primas, mais uma forcinha para encilhar o dragão da inflação aqui.

Desta forma, a expectativa do mercado (manifesta no boletim Focus de 29/dez/23) de que a Selic desça dos 11,75% atuais para (ainda altos, mas mais modestos) 9,25% pode se realizar. É possível que desça ainda mais, a depender do comportamento da inflação e do déficit primário do governo.

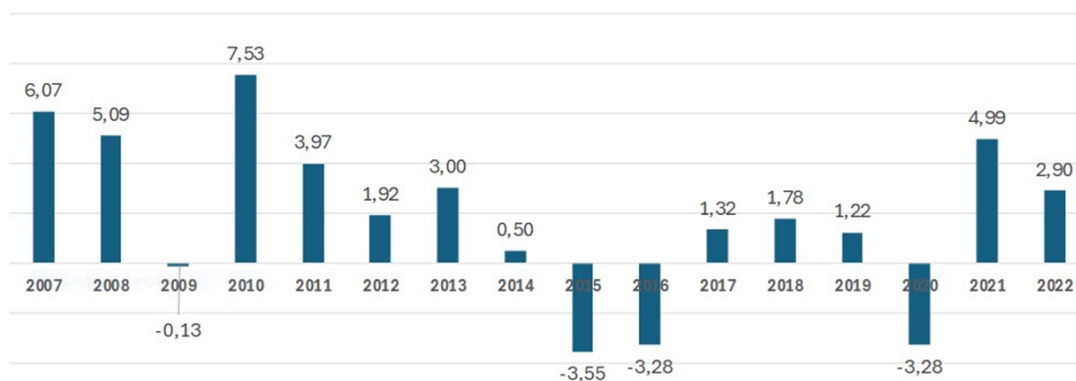
Se, lá em dezembro, a Selic chegar mesmo aos 9,25% esperados (ou menos), terão sido acumulados 4,5 pontos percentuais de queda desde 2 de agosto do ano passado, quando os cortes começaram. Se o mercado reagir como na média histórica, o SMLL deveria subir nesse período 51,75% e o IBOV, 28,8%, mantidas as relações históricas de 11,5x e 6,4x, respectivamente. No entanto, desde aquele corte, o IBOV subiu 10,7% (até 29/dez/23 — ou seja, 5,3x, em cinco meses em que a taxa de juro caiu 200 pontos percentuais), enquanto o SMLL ficou praticamente estável (alta de meros 0,3% no mesmo período).

Do nosso ponto de vista, a explicação é a mesma comentada na Resenha de dezembro: o fluxo de capital estrangeiro busca inicialmente ações mais líquidas, independente de fundamentos ou valor, basicamente compra o mercado ao invés de empresas. Já as *small caps* sofreram com os resgates de fundos e vendas por parte de investidores individuais e institucionais. Ficaram em segundo plano neste momento inicial de alocação. Mas, num segundo momento, alocadores e investidores buscam empresas com melhores fundamentos e mais descontadas. Resumindo: primeiro, vem o que se chama de *momentum* com liquidez; depois, a busca do *value*, já com horizonte de longo prazo.

Como disse Júlio César, *alea jacta est* (“a sorte está lançada”, na tradução consagrada), ao cruzar o rio Rubicão em direção a Roma (em 49 a.C.). A nosso ver, o momento para os investidores nos parece semelhante àquele em que César se encontrava. Como se diz no mercado financeiro, desta vez será diferente.

Será?

Brasil PIB crescimento (anual %)



Fonte: Banco Mundial

Desde 2013, o Brasil tem enfrentado baixo crescimento (menos de 2% anuais), com as fortes recessões (2015 e 2016) no meio do caminho, iguais só se tinha visto no início da década de 1980. O crescimento de 2021 veio do rebote pós-covid (1,7% em dois anos). Portanto, o biênio 2022/23 pode ser considerado o de melhor desempenho desde 2013, mas ainda assim, o ganho de fato foi baixo. O Brasil parece não conseguir sair desse beco, apesar do enorme potencial econômico.

Que o juro deve continuar a cair por aqui e começar a cair ao redor do mundo parece consensual. Isso conspira para maiores alocações em países emergentes, já que a Europa deverá crescer entre 0,6% e 0,8% neste ano, e os EUA, coisa de 1,5%.

Lembremos que o último ciclo inflacionário e o baixo crescimento dos países ocidentais vieram dos efeitos da pandemia, reflexo de quebras de cadeias de produção, gargalos logísticos e da política do “fique em casa” da maioria dos países ocidentais. Com a covid controlada, o mundo vem voltando à normalidade.

A grande incerteza, acreditamos, é a China e a voracidade de seu dragão. País onde tudo começou, a China foi curiosamente a última grande economia impactada pela covid: só ali pelo fim de 2022 e início de 2023 foi que sentiu a trombada, respondendo com *lockdowns*. Ainda assim, o PIB chinês cresceu 2,2% em 2020; 8,5% em 2021; 3% em 2022; e perto de 5,2% em 2023 (e o FMI acaba de revisar de 5% para 5,4% sua perspectiva para o avanço do país no ano passado). Na média, foram 4% ao ano nos últimos 4 anos. Nada mal, especialmente pelo evento da pandemia, provocando menor demanda global para os produtos chineses, impactando suas exportações.

O lucro das grandes empresas chinesas deu um salto de 29,5% em novembro (base anual), vindo de apenas 2,7% em outubro. É sinal de uma forte recuperação. Pesquisa em novembro ouviu 25 economistas asiáticos especialistas em China, e eles revisaram a expectativa para o PIB de 2023 de 5% para 5,2%. Para este ano, veem alta de 4,6% (mesma previsão da S&P).

Partilhamos aqui, na Trígono, da visão de que a China, em 10 anos ou pouco mais, se consolidará como a maior economia do mundo. Vai demandar cada vez mais matérias-primas e alimentos. O Brasil é, individualmente, o segundo país com maior superávit comercial sobre a China em 10 meses (dado de out/23) de US\$ 55 bilhões; à frente, só Taiwan, com US\$ 133 bilhões. Do lado contrário, a China apresenta saldo positivo de US\$ 340 bilhões sobre os EUA; US\$ 236 bilhões sobre a União Europeia; US\$ 267 bilhões sobre Hong Kong. Em 2022, a China vendeu 15 de cada 100 produtos exportados no mundo todo, e importou 11 de cada 100. Em 1990 o mundo exportou US\$ 4,3 trilhões, cabendo à China uma migalha de US\$ 45 bilhões, pouco mais de 1%. Em 2021, as exportações globais atingiram US\$ 27,9 trilhões, China líder absoluta com US\$ 3,6 trilhões, quase 13% do total. Se excluirmos a China, o crescimento global foi de 469% (5,8% ao ano). Já as exportações chinesas cresceram 7.918% (15,2% ao ano). O dragão de fato estava faminto. Os EUA, maior economia mundial, viu suas exportações crescerem de US\$ 552 bilhões para US\$ 2,5 trilhões, 353%, ou 5% ao ano. O Brasil saltou de US\$ 32 bilhões para US\$ 323 bilhões, 10x ou 7,7% ao ano, mas tendo o agronegócio, minério de ferro e petróleo como principais atores, basicamente *commodities*, enquanto a China exportava produtos industrializados.

Ao mesmo tempo, as exportações, que em 2006 representaram 35% do PIB chinês, em 2022 passaram a representar 19,9%, mesmo com o extraordinário crescimento acima comentado. Isso significa que a economia local vem sendo o principal motor de crescimento. O setor de serviços em 2022 representou 52,8% do PIB, aumento de 10 pontos percentuais em 10 anos, enquanto, no mesmo ano, a manufatura representou 39,9%. A agricultura, por sua vez, passou a ser 7,3% do PIB,

ante os 32% que representava em 1983, o que evidencia um avançado processo de urbanização do país.

O 14º plano quinquenal da China, estabelecido em 2021, tem 5 metas:

- crescimento doméstico da economia;
- manutenção das exportações;
- busca de autossuficiência tecnológica e produtos;
- promoção da prosperidade geral da população; e
- melhorar a proteção ambiental através de energia limpa e renovável.

Nesse plano, ainda destacamos: triplicar a renda per capita em 15 anos para US\$ 30 mil; incrementar o uso de energia de origem não-fóssil para 25% em 2025 (eram 15% em 2019); aumentar investimentos em pesquisa e desenvolvimento em 7% ao ano, com incentivos fiscais; e aumentar a urbanização dos 64,7% de 2022 para 75%-80% em 2035 (com toda a infraestrutura necessária). Todos esses elementos dinamizarão a economia local, com potencial para sustentar um crescimento do PIB anual de mais de 4%.

A economia da China é, portanto, muito complexa, digamos de uma vez. O governo segura as rédeas, determina com pulso firme políticas econômicas e sociais que atendam seus objetivos. Não significa, óbvio, que a população chinesa viva no melhor dos mundos (nem vamos entrar nessa seara, que o espaço aqui não dá nem para começar a tratar disso no mérito). Não há experiência semelhante nos países ocidentais e democráticos (na maioria, pelo menos), onde interesses partidários e ideológicos se sobrepõem às necessidades da população, quem vive no Brasil sabe disso muito bem. É o que explica grande parte de nossa posição de eterna promessa.



O Ano do Dragão pode também ser apenas resultado de uma profecia autorrealizável, em que o otimismo da população e a crença em um ciclo positivo estimulam consumo, investimentos, risco e até aumento da família e casamentos. Como não somos astrólogos nem profetas, preferimos acreditar que o governo chinês estimulará o crescimento, e para isso dispõe de meios e instrumentos. Pode começar buscando a recuperação do mercado imobiliário, talvez o maior problema atual por lá, como comentaremos na seção mais à frente.

Talvez não haja mais crescimentos de 6% a 8%, mas taxas de 4% a 5% já representam 2x o crescimento global, e trazendo a reboque a Índia, cujo saldo comercial com a China é negativo em US\$ 100 bilhões em 10 meses de 2023. O outro gigante asiático é importante parceiro comercial da

China, e pode mesmo, dentro de dez anos, vir a substituir esta como motor do crescimento mundial. Afinal, o país tem 1,43 bilhão de habitantes, pouco mais que a China, e ambos representam nada menos que 35% da população mundial.

Como importante fornecedor de minérios e produtos agrícolas (saldo comercial de US\$ 46,7 bilhões até novembro de 2023), o Brasil deverá continuar a se beneficiar do crescimento chinês como parceiro comercial. Que a fome do dragão seja alimentada em (boa) parte por produtos brasileiros, incluindo alimentos, minérios e petróleo, afinal, o apetite chinês é voraz e a tudo devora. Cabe a nós satisfazermos parte desse apetite.

Conjuntura Internacional

O cenário para a economia chinesa é de diversas peças em movimento ao mesmo tempo, seguindo a primeira parte dessa Resenha.

No lado otimista, está a queda dos juros nos EUA, esperada para começar em breve. Servirá com grande catalisador para a confiança voltar ao mercado financeiro, fortalecendo a moeda chinesa e promovendo a retomada de investimentos estrangeiros no país. A China, aliás, viu recentemente um fenômeno que há mais de dez anos não dava as caras: a primeira saída de recursos estrangeiros. Veio graças ao *carry-trade* negativo, dado o *spread* entre os rendimentos dos títulos de dívida chinesas e norte-americanos.

A queda na disponibilidade de capital estrangeiro foi dramática para o setor imobiliário, já abalado pela pouca disposição dos bancos estatais em oferecer recursos (orientados a isso pelo governo central). A volta do capital financeiro estrangeiro pode ser a linha vital necessária para o ciclo econômico voltar a girar a favor.

A pandemia prejudicou a confiança/estabilidade da renda das famílias, e isso afeta diretamente a confiança do consumidor (leia-se: a disposição para gastar). O cenário no país atualmente é: os níveis de renda da população já se recuperaram totalmente, mas a população não está consumindo o que se esperaria em condições normais. A quebra de parâmetros, como a dramática queda nos preços dos imóveis, associada ao trauma da pandemia, fez com que essa renda não fosse investida em imóveis ou em produtos financeiros de maior risco, como ações ou dívidas corporativas. A poupança excedente está indo para depósitos bancários.

Esse aumento repentino no conservadorismo chinês é prejudicial para a economia, e, associado ao *carry trade* contra a moeda chinesa, é um dos principais motivos do fraco desempenho observado na bolsa de lá. Isso tem impedido a estabilização dos preços dos imóveis, que continuam em queda. A volta do investidor estrangeiro e fim do *carry trade* podem revitalizar a bolsa chinesa, o que pode incentivar o poupador chinês a tomar mais risco.

Além disso, a vontade do governo chinês de atingir a meta de crescimento do PIB não pode ser subestimada. A permissão para um aumento maciço nas exportações das siderúrgicas é um sinal. Nos últimos anos, a diretriz do governo chinês foi de desincentivar a produção da indústria metalúrgica local, principalmente quando o aumento de produção da indústria causa inflação (vide o recente aumento do minério de ferro), sem falar nos efeitos ambientais e na demanda maior por energia. Essa diretriz foi relaxada: o governo tem permitido aumentar produção e exportação,

mesmo com minério mais caro. O setor dá um impulso ao PIB. Na conta dos planejadores de lá, compensa.

Outra mudança de comportamento do governo chinês se dá nas políticas monetárias e fiscais. No campo monetário, além da tradicional queda dos juros, houve depósitos compulsórios menores e concessão mais fácil de crédito pelos bancos estatais. Durante boa parte da crise, essas foram as medidas, que tiveram efeitos limitados. No entanto, nos últimos dois meses, o governo ampliou consideravelmente os esforços, abrindo linha de crédito especialmente para empresas do setor imobiliário com problemas de liquidez. Em dezembro, o BC chinês ainda aumentou, pela primeira vez em anos, as linhas de crédito diretas para bancos regionais. Com isso, o balanço do Banco Central Chinês está em franca alavancagem, sinal claro de que o governo está chegando no limite do que pode fazer pelo setor.

Lembremos que quem estourou a bolha imobiliária chinesa foi o próprio governo. A atitude até aqui tem sido manter uma certa distância, para ver se o mercado corrige por si mesmo seus excessos.

Outros setores da economia, como varejo e serviços, seguem na ascendente: mesmo em meio a uma crise de confiança do consumidor chinês, a contaminação tem ficado muito abaixo do esperado. O FMI revisou para 5,4% (era 5%) a estimativa de alta do PIB chinês para este ano.

A recuperação nas vendas do setor imobiliário se dará primeiro em cidades de *tier 1* — grandes metrópoles, com demanda resiliente. Aos poucos, isso se propagará para as cidades menores. Neste ano provavelmente veremos sinais de recuperação nas vendas nas grandes cidades, mas dificilmente isso alcançará as menores, nas quais a queda deve continuar. Apesar disso, uma retomada visível, associada ao fortalecimento do yuan, retorno do investimento e financiamentos estrangeiros devem dar uma injeção de coragem no consumidor chinês, e isso deve pôr fim ao consenso pessimista com relação ao país.

Perspectivas positivas com relação ao futuro chinês não devem ser confundidas com expectativa de recuperação rápida e total do setor imobiliário. A recuperação será lenta e volume e categoria de lançamentos, vendas e construção residencial dificilmente voltarão a ser o que foram. Numa conta rápida, a meta chinesa de urbanização para os próximos anos é próxima a 1% da população ao ano, ou seja, 14 milhões de pessoas anualmente. Se cada pessoa ocupar em média 40m², temos uma demanda anual de 550 milhões a 600 milhões de m² por ano. A China vendeu 1,6 bilhão de m² em 2021; 1,2 bilhão em 2022; e apenas 700 milhões em 2023, próximo à demanda real de moradia.

Considerando que o estoque pronto é de 20 meses de vendas no ritmo atual (sem contar obras inacabadas, e são muitas), não seria surpresa alguma se fosse registrada até uma piora em 2024.

Devemos esperar mais eficiência na futura alocação chinesa de capital após essa mudança de paradigma no setor imobiliário. O aumento do investimento das pessoas em imóveis nas cidades *tier 1* — ações e dívidas que de fato serão empregadas de forma produtiva, é crucial para o avanço da economia chinesa e deve ser visto com bons olhos, não com pessimismo. O crescimento deve continuar ao ritmo de 4% a 5% nos próximos anos, como comentamos mais acima. E deve acontecer de forma muito mais sustentável e crível, empregando de forma adequada a poupança da população.

Os relatórios de inflação e emprego nos EUA seguem sem novidades relevantes em relação à Resenha do mês passado. Mesmo sem grandes mudanças de perspectiva, houve um *rally* generalizado nos mercados globais em dezembro, com uma precificação tardia da mudança de perspectiva na curva de juro do Fed. Também houve algum ruído por parte do BC dos EUA no

começo do mês, dada a inflação um pouco mais resiliente que o esperado. Mas é como dissemos: nada de muito relevante, falas desse tipo são praticamente protocolares quando a bolsa sobe de forma rápida em Wall Street. O índice S&P 500 subiu 4,4% e o Dow Jones, 4,8%, atingindo máxima histórica para o índice industrial americano. A bolsa europeia subiu perto de 3%. Como explicamos, a única bolsa que não está se comportando bem é a chinesa, que fechou em queda anual.

Conjuntura Nacional

A taxaço das compras das importações via *marketplaces* já está surtindo bastante efeito no *e-commerce* brasileiro: vê-se isso na maciça redução de remessas para moeda estrangeira em relação ao ano passado. Desde abril, as vendas em *marketplaces* estrangeiros vêm caindo mês a mês. Em novembro, essas remessas somaram US\$ 950 milhões, ou 40% menos que um ano antes.

Parte dessa queda tem se voltado ao varejo nacional, que vem se recuperando pouco a pouco. O setor está com resultados radicalmente mistos. Boa parte ainda está muito prejudicada pela alavancagem financeira e tem apresentado prejuízo na última linha. Outra parte, com saúde financeira, já registra resultados recordes. Nomes como Vivara e Track & Field apresentam excelentes resultados, mas seu *valuation* já incorpora expectativas futuras e devidamente precificadas, em nossa avaliação. O setor continua bastante desafiador e a queda da Selic ainda vai levar um tempo até fazer diferença na demanda e no consumo, mas ao menos vai, ao mesmo tempo, reduzir o ônus financeiro nos balanços das empresas mais alavancadas.

Já no setor automobilístico, as vendas de veículos em dezembro foram muito bem, obrigado. No segmento de caminhões, houve alta de 11% sobre novembro e de 17% em veículos leves e comerciais. Ótimo sinal para quem estava se preocupando com a quebra de safra e orçamento do agro.

Para 2024, as projeções de ANFAVEA e FENABRAVE estão conservadoras: o crescimento esperado para pesados é de 10% e, para leves, de 12%, após os 10% nesse segmento no ano passado. Dado o estoque acumulado a ser renovado por conta da transição Euro 5/6 e da pandemia, e comparada a uma base fraca, essa alta em pesados poderá ultrapassar 15% na nossa avaliação, a depender do cenário de PIB, oferta de crédito e do tamanho da safra de grãos e de cana-de-açúcar neste ano, além dos setores de mineração, florestal, logística e infraestrutura, todos grandes demandantes de máquinas e veículos pesados.

A eventual aprovação da depreciação acelerada pode de fato acelerar os investimentos, inclusive pelo mercado muito retraído em 2023 e pela necessidade de renovar frotas. O segmento de ônibus também terá mais um ano positivo, com o Programa Caminho para a Escola, as eleições municipais (que estimulam renovação de frotas no 1º semestre) e custo elevado das passagens aéreas, estimulando o transporte rodoviário.

No segmento de implementos, a ANFIR (associação de fabricantes de implementos rodoviários), que estava muito pessimista no meio de 2023, errou a estimativa para o ano passado: o mercado de implementos fechou praticamente estável em relação a 2022 (a entidade esperava retração). Conversando com empresas do setor, o que se ouve é que boa parte espera crescimento de 15% (e a estimativa é conservadora). Ou seja, surpresas positivas podem estar a caminho. É típico de fabricantes e concessionárias estimarem mercado mais retraído, de olho em obter ajudas do governo, como estímulos fiscais e crédito.

Em suma, a maioria das empresas desse setor está indo relativamente bem em seus resultados de última linha, mesmo considerando que 2023 foi complicadíssimo principalmente para quem é exposto a vendas de caminhões e componentes. E o *valuation* da maioria das empresas do setor parece não incorporar o crescimento esperado para 2024, o setor industrial está com os menores múltiplos da bolsa, atrás apenas do siderúrgico.

O novo programa Mover, revitalização do Rota 2030, é uma excelente notícia. Com renúncia fiscal anual maior do governo, aumento da porcentagem da receita que pode ser investida em P&D com rebate em qualquer imposto federal e a depreciação acelerada, a recuperação da produtividade do parque fabril brasileiro será relevante nos próximos anos. Levando em conta também a reforma tributária, os dez anos à frente serão de mudança de dinâmica para a indústria brasileira. Já o varejo vai ter motivos para lamentar a reforma tributária. O mercado se ilude acreditando que a queda da Selic solucionará todos os problemas.

O cenário fiscal brasileiro segue complexo, com um *déficit* muito maior que o planejado (quem nos acompanha nas Resenhas sabe que cantamos essa bola há tempos) para 2023. Para 2024, parece questão de tempo até que se revise a meta para cima. Surpreende, aliás, que isso ainda não tenha sido feito, após as inúmeras tentativas de membros do governo e do Congresso de a revisarem já na definição do Orçamento para este ano. Esse é um sinal positivo da força do ministro Fernando Haddad (Fazenda), que esteve e está sob a metralha “amiga” da (ora, veja!) presidente do PT, Gleisi Hoffman.

Existe, claro, esperança de que o PIB surpreenda para cima neste ano (sobre isso, leia mais acima), de forma que a arrecadação cresça organicamente e aumente o espaço de manobra do governo. A judicialização da queda da desoneração da folha de pagamentos é mais uma carta na manga do governo para aumentar receita. Mas é um tiro no pé nas relações com o Congresso, e em ano eleitoral, mesmo de eleições locais (ou talvez ainda mais nesse caso), isso nunca é bom. Tensões políticas e necessidades de parcerias e apoios de partidos aumentam, tudo fica mais complicado.

A situação fiscal ruim no Brasil se contrapõe a um contexto mundial ainda pior, de forma que, comparativamente, 0,5% ou 0,75% de déficit para o investidor estrangeiro parece aceitável. A inflação segue sob controle, assim como o dólar, que tem o grande suporte de uma balança comercial brasileira cada vez mais recordista: em 2023 foram quase US\$ 100 bilhões de superávit, impensável há uns poucos anos.

O último dado do IPCA surpreendeu para cima, mas foi um soluço, causado pelo aumento da passagem aérea. A queda do preço do querosene de aviação neste mês deve neutralizar esse efeito. Os núcleos seguem sob controle e em tendência de queda. Esse contexto, somado ao ambiente externo favorável, fez com que em dezembro o Ibovespa subisse 5,4% e o SMLL, 7%. Agradeça-se ao capital estrangeiro atrás de pechinchas mundo afora após as fortes altas em Wall Street em 2023 e do otimismo menor para 2024.

A taxa de desemprego segue em queda. Em novembro, ficou em 7,5% (dado da PNAD/IBGE), menor taxa desde fevereiro de 2015. Os salários reais da população seguem também crescendo, com real de 3,8% sobre um ano antes. Aumento de renda, combinado a mais crédito disponível e certa estabilidade empregatícia, tornam o ambiente de consumo mais favorável no Brasil. No 1º semestre do ano, segundo a Abrainc-Fipe, as vendas de imóveis cresceram 10% sobre o mesmo período de 2022, e a tendência é de melhora da confiança do consumidor.

A maioria das projeções da safra brasileira dessa temporada já indicam que não há mais como superar a safra anterior, como se esperava. A falta de chuvas e as altas temperaturas, principalmente

no Mato Grosso, deverão causar uma perda importante de produtividade. Mas a falta de chuva no plantio é que é o grande detrator, pois além da necessidade de replantio da soja, o atraso e o replantio prejudicam muito e até inviabilizam a safrinha de milho.

O clima em janeiro e fevereiro será crucial para o enchimento dos grãos. Apesar disso, o preço dos insumos caiu muito, bem como os do diesel. Na contramão tivemos altas expressivas em diversas *commodities* agrícolas: madeira, arroz, feijão, cacau e laranja, por exemplo, estão em níveis quase recorde de preço. O próprio milho viu uma notável recuperação de preços: quase 40% acima do preço mínimo em agosto.

Dessa forma, há vários fatores positivos que contrapõem o cenário negativo de produtividade de grãos na região centro-oeste para o PIB agro. Mas para quem conhece o agro e gosta de futebol, a analogia óbvia é a caixinha de surpresas: de repente aquele time improvável leva a taça e quem já bebia o champagne antecipadamente fica sem ter onde botar a cara. Não custa citar o caso do Botafogo, que surgiu como quase campeão improvável e amargou apenas a 5ª colocação, no que muito provavelmente foi a maior reviravolta do Campeonato Brasileiro em décadas. De fato, existem coisas que só acontecem com o Botafogo, dizem seus torcedores.

No agro é a mesma coisa, para o bem e para o mal. Torcemos pelo bem neste ano que se inicia.

Estratégia

Nossa estratégia para o ano que se inicia permanece inalterada. Investimos em empresas sólidas, aptas a enfrentar volatilidade e incertezas de nossa economia, que pagam bons dividendos e que possuem retrospecto de crescimento e rentabilidade positivo, como veremos a seguir.

São três os principais setores:

- **agronegócio**, com foco em silos e armazéns (Kepler Weber) e açúcar, etanol e bioenergia (São Martinho e Jalles);
- **indústria automotiva** (Tupy, Metal Leve, Schulz e Riosulense), ligada especialmente ao segmento de pesados e *after-market* (reposição); e
- **commodities** ligadas à indústria eletrointensiva (Ferbasa e Unipar), foco em ferroligas e álcalis (soda-cloro-PVC).

No apagar das luzes de 2023, o governo nos trouxe um pós-presente de Natal: as duas propostas a serem submetidas ao Congresso, o projeto de lei da depreciação acelerada e a MP instituindo o programa Mover.

A depreciação acelerada favorece a modernização da indústria e especialmente setores de capital intensivo, fornecedores de bens de capital e empresas que estão investindo. Os valores investidos em 2024 serão 100% depreciados em dois anos para efeito de cálculo de lucro tributável.

Exemplo: seja um investimento de R\$ 100 milhões. A depreciação fiscal em 20 anos reduziria o lucro tributável em R\$ 5 milhões e o IR/Contribuição Social em R\$ 1,7 milhões ao ano. Com a depreciação em dois anos, o lucro tributável será reduzido em R\$ 50 milhões e a redução no IR/CS nos dois primeiros anos seria de R\$ 17 milhões, com o mesmo valor adicionado ao lucro societário e passível de distribuição de dividendos.

Além das empresas investidas com programas de investimentos (como algumas acima citadas), a Kepler Weber deverá se beneficiar especialmente, pois seus produtos se encaixam como bens de capital. Assim como as empresas ligadas ao setor automotivo pesado, investimentos em renovação e expansão da frota serão beneficiados.

O outro anúncio do governo que beneficia dois dos nossos principais setores investidos é o programa Mover (MP 1.205) que institui o Programa Mobilidade Verde e Inovação. Favorece a indústria automobilística ligada a combustíveis limpos e renováveis, particularmente etanol, biodiesel e biometano, híbridos com combustível “verde”.

A MP foi muito bem recebida por ANFAVEA, SINDIPEÇAS e representantes do setor. O Brasil dará assim passos largos na descarbonização ligada à cadeia automotiva, especialmente no setor canavieiro e etanol de milho, e futuramente hidrogênio. E com a chegada de um novo protagonista: biometano. Quem nos acompanha já conhece nossas críticas à eletrificação de veículos no Brasil e o quanto defendemos o uso de etanol, híbridos e novos combustíveis limpos e renováveis. Favorecem o ambiente e uma grande cadeia local de produção. O Brasil poderá ser uma vitrine e exportador de tecnologia para países como a Índia, que buscam soluções de fato compatíveis com as condições particulares do país, ao invés de importar tecnologia e soluções que nada têm a ver com as necessidades e características do nosso país.

O BNDES terá um papel relevante nesse processo de investimentos e descarbonização, que poderá atrair o reforço de instituições multilaterais como o IFC, trazendo recursos de longo prazo e de baixo custo em projetos de descarbonização à agricultura sustentável.

Desempenho dos Fundos – Dezembro 2023

Mais um ano passou, mais um ano se inicia. Vamos agora prestar contas aos nossos cotistas do que foi 2023. Com uma extensa gama de produtos, tivemos resultados dos mais variados. Alguns aceleraram bem em relação ao *benchmark* (Horizon e 70 Prev), outros tiveram bom desempenho nominal, mas ficaram aquém (Delphos, Icatu 100 e Verbier), outros ainda tiveram desempenho apenas modesto (Flagship). E um andou para trás (Power & Yield: -9%).

Como explicamos no início desta Resenha, a surpresa positiva em relação ao PIB brasileiro e o início do ciclo de corte na Selic trouxeram importante fluxo de capital estrangeiro, superior a R\$ 50 bilhões em 2023, mas boa parte se concentrou nos últimos dois meses do ano. O saldo positivo foi de R\$ 38,3 bilhões. Essa liquidez maior favoreceu os principais índices da B3: IBOV (+22,3%), SMLL (17,1%), IDIV (26,8%) e IEE (20,7%). Foi o melhor desempenho anual dos últimos 4 anos para os principais referenciais. Ou seja, pela 1ª vez depois da pandemia, o mercado acionário teve desempenho satisfatório.

Se o desempenho dos índices foi bom, o de algumas *large caps* e empresas com grande liquidez foi ainda melhor. Exemplos: Yduqs (+120%), CSN Mineração (+120%), Ultrapar (+120%), Petrobras (+95%), Banco do Brasil (76%), BRF (67%). Algumas até justificam essas valorizações, pois a bolsa vinha com preços atrativos.

O que se quer demonstrar é que esse fluxo financeiro pode ser comparado a um rio: inicialmente, flui nas margens mais amplas (águas profundas representam as *Large Caps*); ao avançar em seu curso, aos poucos encontra afluentes menores (as *Small Caps*).

Quanto às principais investidas da Trígono, o ano para elas foi relativamente positivo, mesmo em ambiente de “resultados desafiadores” (a forte base de comparação também não facilitou: em 2022, várias delas tiveram resultados recordes). Das 10 principais posições, sete entregaram retorno positivo. Não dependemos de uma única empresa para entregar bons resultados, já que temos um portfólio bem estruturado. Como diz aquela máxima do futebol: “craques ganham jogos; quem ganha campeonatos são os bons elencos”.*

O retorno histórico de nossos fundos não é fruto do puro acaso e nem de fatores macroeconômicos favoráveis. É resultado de trabalho árduo e dedicado para encaixar boas empresas, selecionadas e estudadas a dedo, e que ano após ano entregam bons resultados. Em nossa opinião, as investidas seguem bastante descontadas se considerarmos o valor dos ativos irreplicáveis, a geração operacional de caixa, a distribuição de dividendos e os múltiplos baixos. Com a metodologia do EVA (sigla em inglês para Valor Econômico Criado — ou VEC) o valor das empresas e o desconto sobre o preço ou valor de mercado ficam mais evidentes.

Nas principais posições, esse desconto varia de 50% a 70% em alguns casos, e de forma inversa proporciona valorização potencial de 100% a 200%, em dois anos, no máximo em três anos.

Sem mais delongas, vamos ao que interessa: as investidas têm potencial relevante — então quais são as perspectivas para 2024? Vamos tentar (de forma sucinta) elencar os principais *drivers* e alguns pontos de atenção das 8 maiores posições da Trígono, como já fizemos em resenhas passadas. Quem tiver curiosidade e quiser comparar com as Resenhas anteriores (como a de julho de 2023: “[Copo meio cheio ou meio vazio, você decide](#)”), ficará surpreso como vários desses “gatilhos” foram destravados e em alguns casos o mercado ainda nem percebeu. Bom proveito!

Ferbasa (FESA4) – Valor de Mercado: R\$ 3,9 bilhões

Principais Drivers:

- **Contrato de energia com a CHESF na modalidade flat:** antigo desejo da Ferbasa, a assinatura de um novo contrato com a CHESF fora do mercado regulado de energia é sem dúvidas a grande conquista de 2023. Esse contrato terá volume médio de 90 MW neste ano — 55 MW a partir de 2025, e os outros 35 MW serão fornecidos pela Auren Energia. Isso abriu a possibilidade de operar no horário de ponta (entre 17h e 20h), adicionando maior eficiência aos fornos — que operarão 24 horas por dia. **Estimamos ganho de 5% a 8% na produção (já considerando paradas para manutenção), sem nenhum centavo de CAPEX adicional, e com potencial de redução nos custos de energia e diluição dos custos fixos!**
- **Estreitamento de laços com a Aperam:** Nos últimos dias de 2023 a Ferbasa e a Aperam criaram uma *joint venture* para comprar florestas de eucalipto para produzir biorredutores e assinaram contrato pelo qual a Aperam vai fornecer carvão vegetal por 35 anos, num volume mínimo de 20 mil toneladas anuais. São sinais, a nosso ver, de que Ferbasa e Aperam (sua principal cliente) estão prestes a iniciar um novo ciclo de investimentos.
- **Crescimento Orgânico:** Sobre o tópico anterior, acreditamos que a ampliação da produção de aços especiais (inox e elétricos) da Aperam no Brasil está cada vez mais perto (a empresa vem destacando em conferências de resultados a importância do Brasil em sua rentabilidade). Busca, assim, com contratos de longo prazo e compra de terras, assegurar com a Ferbasa o fornecimento de FeCr para o aço inox e potencial de FeSi75% HP para os aços elétricos. É de total interesse da Aperam que a Ferbasa amplie sua produção: nossa investida é a mais importante fornecedora da companhia no Brasil e ambas têm excelente relação comercial.

- **Normalização dos custos de mineração:** A mina de superfície passa pelo chamado “*pushback*” — processo de remoção gradual de camadas sucessivas de material estéril para encontrar o minério. Já nas minas subterrâneas a companhia costuma trabalhar com três anos de galerias prontas para extração de cromita (minério de cromo). Com a pandemia e as restrições que dela resultaram, de pessoal, equipamentos e outros recursos, boa parte dessas galerias foi consumida. De três anos, foi reduzida a um a disponibilidade de minério pronto para extração. O processo de *pushback* está em curso na mina a céu aberto em Campo Formoso (BA) para estendê-la e operá-la como subterrânea. E na subterrânea, abrindo novas galerias no complexo da Andorinhas. De maneira mais conservadora, a Ferbasa opta por contabilizar os dispêndios relacionados ao desenvolvimento das minas e à modernização de fornos como despesas correntes, e não como despesas diferidas que poderiam ser categorizadas como investimentos. Essa abordagem é comum entre mineradoras e siderúrgicas: algumas delas buscam aumentar seus resultados (problema nenhum aí) ao adiar o reconhecimento desses gastos como despesas. No caso da Ferbasa, dá-se o oposto: antecipa-se às despesas, o que reduz o lucro no curto prazo, mas, encerrados os investimentos, isso é normalizado, e aumentam as margens de rentabilidade.



- **Normalização dos custos do biorredutor:** em 2022/23 a Ferbasa sofreu com problemas na produção de madeira própria devidos a chuvas intensas, que prejudicaram a produção de biorredutores (carvão vegetal de eucaliptos) e manutenção dos fornos de biorredutores. Foi preciso aumentar então as compras desse insumo, com custos até 2x superiores aos da produção própria. Em 2024, esses fatores deverão ser normalizados. E destacamos a parceria com a Aperam (comentada logo acima). Resta observar o preço acordado e o tempo para a Ferbasa equacionar sua produção própria de biorredutor. No entanto, o incremento da produção de FeSi75% pelo fim da modulação da energia (horário de ponta) e especialmente do HP, que demanda maior consumo de biorredutores, deverá demandar mais desse importante insumo (que, em termos de custo para a produção de FeSi75%, fica atrás apenas da energia elétrica).

- **Retomada da China:** Mesmo que taxas de 6% a 8% de crescimento ao ano tenham ficado para trás, a China, a nosso ver, continua a ser um importante vetor de crescimento para os próximos anos (mesmo com incertezas de curto prazo). Caso a recuperação do país esteja a caminho, sentiremos isso diretamente nos preços das ferroligas (minério de ferro e outras já vem em recuperação). O grande entrave até o momento é a construção civil por lá. Até que essa saia da situação de xeque-mate em que está, os estímulos do governo chinês podem compensar outros setores (infraestrutura talvez).

- **Descarbonização:** Movimento por transição energética e tributação de carbono cada vez mais presentes nas discussões, principalmente na Europa, e pode favorecer a Ferbasa que tem a menor pegada de carbono do setor. Para se ter ideia, o ferro silício chinês tem pegada de carbono por tonelada 10x superior à da Ferbasa. No caso do FeCr, essa emissão chega a 3x mais. A Noruega já estuda tributar empresas rentáveis que impactam o ambiente. Na Europa, a partir do próximo dia 31 serão cobrados € 80 por tonelada de CO2 contido nos produtos importados fora da Comunidade Europeia como aço, aço inox, ferroligas e outros. O cálculo e a efetividade dessa tributação é um grande ponto de interrogação, mas favorece a Ferbasa por produzir FeSi75% com pegada de carbono neutra. Já a China, que representa 70% das exportações globais de FeSi75% poderá ser alijada do mercado europeu.

- **Crise Sul-Africana:** Cortes de energia e apagões continuam recorrentes na África do Sul a ponto de 2023 ter sido recorde em dias sem energia no país. A taxa de desemprego passa de 30%, de longe uma das mais altas do mundo. Sem surpresa alguma, a economia não sai do lugar, de janeiro a setembro do ano passado, o PIB “cresceu” 0,3%. O país cada vez mais parece perto de uma ruptura social. Problemas logísticos e de escoamento (estatal ferroviária opera com 35% da capacidade) atrasam e encarecem fretes. Recentemente, a estatal Eskom costurou acordos para vender energia a preço de custo a fabricantes de ferroligas. Isso tende a direcionar o minério de cromo sul-africano para produção local, o que o torna mais caro para a China, que compra quase 80% do que precisa do país. A venda de energia a preço de custo não ajuda em nada a situação da estatal, que cava mais fundo sua própria cova a cada dia que passa. E a África do Sul usa energia térmica a carvão, o que significa que o FeCr produzido com essa energia deverá ser (bem) taxado quando chegar à Europa. Que, por sua vez, não tem alternativa de fornecedor, já que a África do Sul é o maior exportador mundial dessa liga, que é essencial na produção de aço inoxidável.

- **Novos Negócios:** Estudos para compra de reservas de carvão com baixo teor de fósforo na Colômbia continuam, o que deve internalizar um importante custo para a Ferbasa hoje (coque metalúrgico). Investimentos em novos negócios, como a possibilidade de adicionar possíveis novos produtos minerais e ligas, não podem ser descartados. Também não se pode descartar novos investimentos em energia elétrica na condição de autoprodutor (o que elimina impostos e encargos regulatórios).

- **Excesso de caixa:** Com R\$ 1,1 bilhão em caixa líquido (cerca de 28% do seu valor de mercado), a pergunta que fica é: qual será o rumo desses recursos? Se não houver novos

investimentos relevantes, a possibilidade racional é aumentar dividendos ou recomprar ações (maximizando a criação de valor aos acionistas).

Ponto de Atenção:

- **Comportamento do câmbio:** a receita é 100% dolarizada — portanto, uma eventual apreciação significativa do real pode ter impacto.
- **Retomada chinesa mais lenta:** pode afetar a produção de aço inox e aço carbono, e, por tabela, mexer tanto com a demanda de FeCr e FeSi75% como com a oferta chinesa desses no mercado internacional.
- **Falta de clareza no mercado de FeSi75%:** preços, mercado chinês e custo do coque e da energia — nenhum desses é claro ou mesmo fácil de acompanhar. Mas o processo de descarbonização e o custo mais alto da energia renovável e limpa tendem a onerar o custo de produção chinês de ferroligas (que são um produto eletrointensivo) e o uso de coque metalúrgico (também com custos pressionados no longo prazo).
- **Eventual atraso na normalização de custos:** até o momento, tudo corre conforme o planejado no processo de *pushback* da mina. Mas, caso esse se estenda por mais alguns trimestres, os resultados podem continuar pressionados.

Irani (RANI3) – Valor de Mercado: R\$2,6 bilhões

Principais Drivers:

- **Projeto Gaia:** iniciado em 2020, está praticamente concluído. A caldeira de recuperação dos químicos (o licor negro, que será transformado em energia) foi o principal investimento — e os desembolsos como um todo foram de cerca de R\$ 910 milhões. A caldeira foi concluída em junho de 2023, e deve atingir seu potencial máximo na metade de 2024. **Com ela, aumentará em 56% a geração de energia da companhia, além de aumentar a capacidade de produção da celulose kraft marrom em 29%.**
- **Novas fases de expansão:** (quase) concluído o Projeto Gaia, não se descarta a vinda de uma nova fase de investimentos, focada na expansão de volume ou, até quem sabe, em alguma aquisição (como foi a São Roberto, de Indaiatuba — em SP).
- **Demanda estrutural por embalagens de papel:** está em curso uma mudança de cultura do consumidor: a substituição de plástico por papel e papelão, principalmente em sacolas e embalagens. Cada vez mais se vê no dia a dia sacolas, canudos e embalagens diversas, todos de papel.

- **Avanço do e-commerce e delivery:** estudos mostram que o varejo eletrônico consome até sete vezes mais embalagens de fibra de papelão por dólar comercializado que o comércio tradicional. E indicam que o *e-commerce* deve crescer 15% ao ano até 2026. Inclusive já existe uma embalagem feita de papel *kraft* marrom especial (forma hexagonal, em forma de favo de mel) para substituir o (ora terapêutico, ora irritante) plástico bolha.
- **Início da compensação do crédito de PIS/Cofins sobre compra de aparas:** a companhia começou a compensar o direito de crédito de PIS/COFINS sobre compra de aparas anunciado em junho/23. Até setembro, foram compensados R\$ 31 milhões, com saldo de R\$ 194 milhões a serem compensados nos próximos meses. **Detalhe: metade desses recursos devem ser distribuídos em proventos.**
- **Estratégia de gestão de passivos:** recentemente, foram resgatadas de forma antecipada e facultativa as Debêntures Verdes (CELU13), com custo de CDI + 4,5% ao ano. Foram trocadas por uma operação bancária de R\$ 300 milhões, ao custo médio de CDI + 1,8% ao ano e prazo de 5 anos. Atualmente, 99% da dívida tem vencimento de longo prazo.
- **Distribuição de dividendos:** com uma política clara de dividendos, a companhia distribuiu 50% de seu lucro em proventos. Em 2022 e 2023, o *dividend yield* superou 10% ao ano. Mesmo com a valorização de 48% das ações em 2023, esperamos uma continuidade dos *yields* elevados, uma vez que há R\$ 82 milhões a serem distribuídos referentes à compensação dos créditos fiscais e à recuperação esperada do lucro (graças à redução dos custos com energia e produção maior trazidas pelo Gaia I).

Pontos de Atenção:

- **Divisão de resinas:** houve ventos contrários no ano passado, com menores preços praticados no mercado asiático — principal cliente das resinas (de pinus). Nos últimos 12 meses, caíram os preços de terebentina e breu (insumos para tintas, borracha e cosméticos); mesmo pouco relevantes no faturamento total (menos de 10%), preços caindo aos níveis que caíram acabam por prejudicar os resultados.
- **Eventual alteração na política de dividendos:** a direção da companhia já enfatizou que quer manter o pagamento de 50% dos lucros em proventos, mas uma eventual nova fase de expansão, ou uma aquisição relevante, pode fazer com que os múltiplos Dívida Líquida/EBITDA ultrapasassem 2,5x (hoje: 2,1x); sem levar em consideração as melhorias de resultados que o Projeto Gaia trará, o *payout* será reduzido para 25%. No curto prazo, enxergamos esse risco como baixo.
- **Crescimento menor do PIB:** pode elevar os preços das aparas e impactar o mercado de embalagens. Menor atividade econômica reduz a oferta de aparas (principal matéria prima das embalagens), o que afeta preços e custos. Efeito duplamente negativo, custo maior e menor crescimento de vendas;

- **Concorrência:** Investimentos de concorrentes, em especial Klabin, em sua nova fábrica de embalagens de papelão em Piracicaba (SP), podem trazer concorrência adicional em alguns segmentos, pressionando preços.

Kepler Weber (KEPL3) – Valor de Mercado: R\$ 1,9 bilhões

Principais Drivers:

- **Agronegócio brasileiro pujante:** o Brasil já se consolidou como potência do agro mundial. O país é líder nas exportações de soja, milho (neste ano talvez voltemos ao 2º lugar), café, açúcar, carne bovina, suína e de frango. Nos últimos dez anos, nossa produção de grãos avançou 5,5% ao ano e, de acordo com algumas consultorias, nos próximos dez anos devemos continuar crescendo 5% ao ano.
- **Déficit de armazenagem:** próximo de 115 milhões de toneladas, o déficit passou a ser fator crítico para o produtor. Não foi possível armazenar 35% da produção em 2023. Prêmios de exportação da soja passaram a ser negativos (primeira vez desde 2004), o que “custou” aos produtores cerca de R\$ 30 bilhões.



- **Força da marca:** *Top of mind* há 23 anos no setor de armazenagem, a força da marca permite a Kepler cobrar até 20% mais caro, a depender dos projetos: o prêmio de preço não vem do acaso, é a soma de fatores em relação a padronização de projetos, agilidade na execução, baixos índices de atraso, reposições disponíveis 24 horas por dia e qualidade da estrutura. O dinheiro do cliente compra um produto e serviços pra lá de *premium*.
- **Presença Nacional:** é a única empresa no setor que está presente em praticamente todo território nacional. São sete Centros de Distribuição (e mais dois a caminho), cerca de 40% de participação no mercado e quase 70% de recorrência de compras por parte dos clientes.

- **Forte pipeline de projetos:** após liberação do PCA da safra 2022/23, e passadas as incertezas quanto à transição de governo, a venda de projetos voltou em volumes expressivos. Somente nos últimos 2 trimestres, 35 obras estratégicas, com faturamento de R\$ 470 milhões, foram divulgadas pela companhia, e boa parte delas será faturada no 4T23 e nos dois primeiros trimestres de 2024.

- **Receitas recorrentes:** a cada trimestre, a linha de Reposições e Serviços ganha maior representatividade. No 3T23 já compunha 18% das receitas totais, que, anualizadas, sobem a R\$ 280 milhões por ano. Para se ter base de comparação, em 2017 a Kepler faturou apenas R\$ 48 milhões nesse segmento. Além de trazer previsibilidade de receitas, a reposição contribui com margens elevadas. A compra da Procer (*start-up* de automação) abre espaço para novas aplicações em tecnologia (o que deve aumentar o valor agregado e a recorrência). A meta é conectar 50% das unidades de armazenagem do Brasil (hoje, essa proporção está entre 10% e 15%), um mercado estimado em 18 mil unidades e que necessitam modernização e monitoração à distância. Para isso, há agora os serviços da Procer.

- **Cooperativas com apetite para investimentos:** com o elevado déficit, os cooperados passaram a pressionar as cooperativas para investirem em silos, já houve casos de essas se verem obrigadas a recusar o recebimento de grãos por falta de espaço em silos e armazéns. Várias cooperativas têm se movimentado no mercado: a Cocamar anunciou investimentos de R\$ 300 milhões em silos; a Coamo pretende, nos próximos três anos, ampliar em 10% sua capacidade de armazenagem (o que pode representar investimentos de cerca de R\$ 600 milhões).

- **Lean manufacturing e possibilidade de expansão com baixo capital:** a empresa continua progressivamente a implementar o *lean manufacturing* (equivalente ao sistema *just in time*), que leva a mais produtividade, custos menores e menor necessidade de capital de giro. A pintura eletrostática, recém-inaugurada, também reduz custos e melhora a qualidade (e a competitividade) dos produtos, das margens e de ROIC. Para se ter ideia, o espaço onde está instalada a nova pintura foi aberto a partir das melhorias realizadas pelo *lean*: algumas dezenas de milhões de reais não precisaram ser gastas em um novo prédio apenas para a pintura.

- **Linhas de Financiamento e Resilos:** temos visto boa vontade do atual governo em incentivar o investimento em armazenagem. O Plano Safra 23/24 nos trouxe avanço de 30% nos volumes destinados ao PCA (R\$ 6,7 bilhões), que já estaria esgotado. Além disso, o BNDES triplicou o número de operações diretas para estruturas de armazenagem, voltadas às cooperativas e empresas do agronegócio, já 13 financiamentos, no valor de R\$ 240 milhões. Outro ponto importante: a tramitação do Projeto de Lei (Resilos) que visa suspender tributos federais no momento de aquisição dos silos: o fabricante pode ter aí uma economia tributária em 9,25% de PIS e Cofins (já é isenta de IPI)

- **Depreciação acelerada:** o programa recém-aprovado pelo governo pode ser particularmente benéfico para a Kepler, pois seus produtos são classificados como bens de capital (mais, no comentário na seção de **Estratégia**).

Pontos de atenção:

- **Sazonalidade:** historicamente, cerca de 60% das receitas anuais da Kepler se concentram no 2º semestre. O mercado às vezes não entende (ou não parece entender) essas oscilações entre trimestres e o ano.
- **Ciclos do agronegócio:** apesar de não estar exposto às oscilações de preços dos grãos, os ciclos podem fazer os resultados variarem drasticamente. Viu-se isso em 2023 em relação a 2022. Mesmo tendo o 2º melhor ano em 2023, o mercado teve dificuldades de interpretar os resultados da Kepler.
- **Exposição direta aos produtores:** mesmo com uma diversificação de setores (Agroindústrias, Portos & Terminais e Peças para Reposição), a conta para o produtor é relevante para a companhia. Essa classe de clientes é mais sensível a fatores como clima, movimento dos preços dos grãos, dos preços de insumos (em queda desde o ano passado) e às linhas de financiamento (PCA aumentou). O apetite por projetos pode oscilar de forma brusca entre anos ou trimestres. Clima e preços dos grãos têm tirado o sono dos agricultores que sentem menos disposição para investir.
- **Importância do PCA:** muito aguardado pelo setor, o PCA pode acabar travando as vendas de armazenagem, se sua liberação atrasar ou se o valor liberado ficar aquém do necessário. Apesar de muitos produtores terem condições de adquirir silos com recursos próprios, eles acabam por aguardar o PCA, que tem taxas atrativas de 8% fixos e prazo de 12 anos (é muito melhor, portanto, deixar o capital rendendo 11,75% ao CDI). Com a queda da Selic, o custo do PCA deverá ser reduzido no Plano Safra 24/25. Resta aguardar também o volume.

Metal Leve (LEVE3) – Valor de Mercado: R\$ 4,6 bilhões

Principais Drivers:

- **Referência no *aftermarket* (peças para reposição):** contribui para manter as margens elevadas e crescimento razoável, dado que nos últimos anos nossa frota circulante tem envelhecido. De acordo com o Sindipeças, 80% da frota de veículos leves tem mais de 6 anos (quando começa a aumentar a necessidade de manutenção), e 25% da frota de caminhões tem mais de 30 anos. Desde 2018, a receita de reposição saltou de R\$ 830 milhões para R\$ 1,8 bilhão — e com margens significativamente maiores, o que explica o EBITDA saltar de 18% em 2018 para excelentes 22,9% entre janeiro e setembro. Quanto maior a participação do *aftermarket* nas receitas totais (foram 31,9% em 2018), maior a rentabilidade (42% de

janeiro a setembro de 2023), e quanto mais envelhece a frota, mais manutenção e reposição serão necessárias.

- **Crescimento do mercado de reposição e em filtros:** o *aftermarket* na América Latina é um mercado de R\$ 133 bilhões, com R\$ 81 bilhões focados em motores — e a lista de produtos da Metal Leve cobre apenas 10% desse mercado. A empresa pretende destinar novos produtos ao agronegócio — filtros para colheitadeiras e tratores (um trator chega a ter 26 filtros). A empresa pode, assim, atender não só montadoras, mas também o mercado de reposição. Sem contar que a operação brasileira será o centro de engenharia da Mahle para filtros nas Américas.
- **Potencial ganho financeiro:** de acordo com as notas explicativas, a companhia tem caixa de R\$ 132 milhões na Argentina, alocados em títulos do Tesouro argentino com remuneração de 2,3% ao ano mais valorização cambial. Com a desvalorização histórica de 131% do peso em dezembro em relação ao dólar, após medidas anunciadas pelo governo recém-empossado de Javier Milei, esses recursos tendem a apresentar ganho financeiro expressivo para o 4T23. O lucro extra, embora não recorrente, deverá ser distribuído via dividendos, já que a empresa distribui 100% do lucro (vide comentário abaixo sobre dividendos).
- **Motores mais sofisticados:** embora isso iniba o crescimento do mercado original, favorece a adição de valor. Uma frota envelhecida demanda manutenção, que se traduz em componentes mais valiosos, tecnológicos e eficientes. Normas mais rigorosas sobre emissões e eficiência energética são a tendência dominante.
- **Mover:** Programa de Mobilidade Verde e Inovação, que favorece a indústria automobilística brasileira, focada como está em desenvolver combustíveis limpos e renováveis (etanol, biodiesel, biometano e híbridos a etanol). A medida impulsionará o Brasil na descarbonização do setor automotivo, privilegiando soluções encontradas em solo tupiniquim. Em outras palavras: o programa reduzirá impostos de quem polui menos e aumentará exigências de sustentabilidade, contabilizando a pegada de carbono “poço à roda” ao invés de “tanque à roda”.
- **Brasil será hub para motores a combustão e biocombustíveis:** o foco das montadoras europeias em eletrificação abre para o Brasil uma ampla avenida para se tornar referência mundial em motores a combustão. Isso já traz um movimento dentro do próprio Grupo Mahle, que elegeu a Metal Leve como a responsável pelos desenvolvimentos relacionados aos biocombustíveis, feitos aqui mesmo.
- **Dividendos:** se replicarmos o lucro do 3T23 para o 4T23, a companhia pode encerrar o ano com lucro de R\$ 800 milhões. Com seu histórico de distribuição de 100% dos lucros em proventos, e levando em consideração o valor de mercado atual (R\$ 4,6 bilhões), o *yield* para 2024 gira em torno de 15%, já descontados os R\$ 88 milhões de JCP distribuídos em dez/23. Destacamos que a Metal Leve foi campeã no Brasil em *yield*: 35,8% em 2023, à frente de Petrobras PN (29,6%).

Pontos de Atenção:

- **Nova redução de participação por parte da Mahle:** o *follow-on* feito pela Mahle foi precipitado, em nossa opinião. A ideia inicial era reduzir sua participação para 51% (ante 70%) em uma oferta de R\$ 1 bilhão. O mercado estava sem apetite para uma oferta desse tamanho em outubro. Os R\$ 200 milhões levantados em uma oferta de R\$ 400 milhões ao todo (50% primária e 50% secundária), seguida de distribuição de proventos de R\$ 710 milhões (R\$ 500 milhões só para a Mahle) frustraram os planos dos alemães. Atualmente, a empresa controla 61% da Metal Leve; caso precise de recursos, pode vir a vender mais uma fatia de sua participação sem renunciar ao controle.
- **Concorrência:** risco de concorrência chinesa no *aftermarket*. Poderia sair daí uma guerra de preços, mas os produtos Metal Leve ganham em qualidade, assistência técnica e rede de distribuição;
- **Volatilidade de insumos:** o aumento dos preços dos insumos pode levar algum tempo no repasse de custos às montadoras (que seria mitigado, no entanto, pelo repasse no *aftermarket*). Nesse caso, o risco de concorrência chinesa é um ponto a ser observado — a China “vai pra cima” em termos de preços, de olho mais em caixa que em lucro.

São Martinho (SMT03) – Valor de Mercado: R\$ 10 bilhões

Principais Drivers:

- **Aperto no mercado de açúcar global:** mesmo com as fortes quedas no açúcar desde meados de novembro (US\$ 0,28 para US\$ 0,21 por libra-peso), a dinâmica ainda é de aperto de oferta, já que Índia e Tailândia tiveram fortes quebras de safra. Estamos otimistas quanto a uma nova alta nos preços, em um momento em que a Índia continua a fazer a transição para o etanol e a restringir as exportações de açúcar. Ainda haverá uma forte migração do mix da cana indiana para o etanol, já que a mistura atual de 10% na gasolina subirá para 20% até 2025, parte da cana-de-açúcar irá para a produção do carburante. O papel do governo como regulador será essencial: em termos econômicos, o açúcar é mais interessante, mas, para atingir as metas de descarbonização com uso do etanol, restrição às exportações e controle local de preços do açúcar têm de ser mantidos. A introdução da tecnologia flex no país é o fator mais importante no longo prazo (a exemplo do que ocorreu no Brasil).
- **Safra recorde:** condições climáticas favoráveis, investimentos em tratamentos culturais e manejo agrícola diferenciado contribuíram para a moagem recorde de 23,1 milhões de toneladas, volume 7% superior ao *guidance*. Esse volume permitirá expandir receitas e diluir custos fixos ainda no exercício societário que se encerra em março deste ano.
- **“Combustível do Futuro”:** projeto de lei defendido pelo vice-presidente, Geraldo Alckmin, vem ganhando força. O programa visa aumentar a mistura de etanol anidro na gasolina de

27,5% para 30%. Isso trará demanda adicional, além do uso do SAF (*sustainable aviation fuel*) na aviação em âmbito global. A aviação comercial responde hoje por 2,5% das emissões globais de gases de efeito estufa, e o setor aéreo no mundo todo, representado por 290 empresas, assumiu o compromisso de zerar emissões até 2050. São produzidos hoje 14 milhões de litros de SAF, **que na prática significam um arredondamento: equivalem a 0,003% (sim, é isso mesmo) das necessidades**. Bem se vê aí que há um potencial gigantesco para o SAF, e o etanol é uma das principais alternativas a esse biocombustível.

- **Terras próprias:** recente reavaliação dos 55 mil hectares de terras próprias mostraram valorização de 30% ao longo dos últimos 2 anos. Avaliadas em R\$ 6,3 bilhões, apenas essas terras são equivalentes a 63% do valor de mercado atual da empresa, fora maquinário, usinas, geração de caixa futura e 330 mil hectares (ha) de canaviais com custo de implementação de cerca de R\$ 20 mil/ha, ou R\$ 4,6 bilhões (considerando que 70% são canaviais próprios em áreas arrendadas e 55 mil ha da companhia). Somente terras e canaviais representam um valor de reposição de R\$ 10,7 bilhões, mais que o próprio valor de mercado da empresa (fora R\$ 3 bilhões de EBITDA que deverão ser gerados nesse exercício social).
- **Biometano, possível “game changer”:** o que parecia um sonho distante começa a se materializar. Em outubro, foi aprovada a implantação de uma unidade produtora de biometano, com capacidade de 15,6 milhões de Nm³ de Biometano - Metro Cúbico Normal, padrão ANP-, (equivalente a um volume médio de 63 mil m³/dia, durante período de moagem). O projeto custará R\$ 250 milhões e será 90% financiado com recursos de BNDES e FINEP, com prazo de 8 anos. O biometano produzido será inicialmente vendido à Compass (empresa de gás do grupo Cosan), mas o futuro aponta para um possível uso em caminhões, máquinas agrícolas e colheitadeiras no lugar do diesel (um dos principais custos agrícolas e que gera emissões de CO₂). O limitante no momento é a produção dos motores (já realizado na MWM do grupo Tupy) e dos veículos equipados com essa tecnologia de combustão.
- **Máquinas movidas a Etanol:** outra possibilidade no horizonte é o desenvolvimento de motores movidos a etanol. A John Deere anunciou um conceito de motor a etanol de 9.0l. Mesmo que esse motor “beba” mais que o movido a diesel, ter o etanol “dentro de casa” a preço de custo reduziria gastos com combustíveis de forma relevante. Hoje o litro de diesel custa R\$ 5, contra R\$1,90 do etanol da São Martinho: mesmo com autonomia pela metade, já compensaria, fora os ganhos ambientais e a geração adicional de CBIOS por emitir menos CO₂.
- **Valor de reposição de ativos:** segundo a empresa, reposição nas usinas de cana-de-açúcar custa R\$ 2 milhões por mil toneladas de capacidade de esmagamento (para o etanol de milho, o valor é R\$ 1 milhão). O custo de reposição das usinas da empresa ficaria, então, em R\$ 50 bilhões. Portanto, implementar uma usina *greenfield* de cana praticamente inviabiliza novos projetos, que se limitarão no Brasil, então, ao etanol de milho. No caso do açúcar, neste ano deverão ser adicionados no Brasil 2 milhões de toneladas de capacidade, desviando da produção de etanol (possibilidade na própria São Martinho em Goiás). Mas novas capacidades de produção de açúcar, aqui e alhures, são bastante limitadas, o que, por

si só, já funcionará como fator de correção de preços para cima nos próximos anos (além do efeito Índia, já comentado mais acima).

- **Créditos tributários e depósitos judiciais:** com mais uma parcela de cerca de R\$ 450 milhões a receber em precatórios do IAA, há também a discussão sobre a incidência de Imposto de Renda nos direitos indenizatórios (considerados isentos) da Copersucar. Pode vir daí um ganho de R\$ 1,4 bilhão, diretamente para o lucro da companhia (14% de seu valor de mercado), depositado judicialmente, com rendimento pelo CDI. Como ex-cooperada, direitos da Copersucar relativos aos créditos junto ao IAA são direitos da São Martinho (a participação à época era de 14%). Os depósitos judiciais são, portanto, 100% da São Martinho, e estão em seu balanço.

Pontos de Atenção:

- **Clima:** favorável neste ano e provavelmente, na próxima safra. Questões climáticas fogem do controle da companhia (de *qualquer* controle de *qualquer* companhia, aliás). Caso haja alguma mudança expressiva para as próximas safras, o mercado pode se frustrar (como nas safras 20/21 e 21/22).
- **Mercado de Etanol:** com uma paridade do etanol de 63% em relação à gasolina e preços quase 30% menores que os de 12 meses antes, a margem do produto segue muito pressionada (até deficitária em alguns casos). Caso os preços não se recuperem, pode haver “quebradeira” entre as usinas exclusivas de etanol menos eficientes. O que nem de longe é o caso da São Martinho, mas poderia levar a empresa a considerar aquisições, especialmente no segmento de etanol de milho. Se esse for afetado pela elevação nos preços do milho, o lucro fica praticamente inviabilizado.
- **Política de preços da Petrobras:** não é incomum preços da gasolina serem decididos na “canetada”, ainda mais em períodos eleitorais. Preços artificiais da gasolina abaixo da paridade internacional são danosos ao etanol, que já está praticamente sem margem de lucros, especialmente para empresas menos eficientes e de etanol de milho.

Schulz (SHUL4) – Valor de Mercado: R\$ 2,5 bilhões

Principais Drivers:

- **Qualidade diferenciada:** os produtos envolvem engenharia e confiabilidade em níveis elevados, ampliam o relacionamento com os principais clientes e abrem mercados. Premiações globais concedidas por nomes como Caterpillar, John Deere e DAF, entre outros, vêm desses diferenciais. O trabalho conjunto com essas gigantes mundiais permite planejamento de longo prazo. A Schulz já discute com clientes projetos que estarão no mercado somente em 2028, notadamente no segmento agrícola, uma das principais avenidas de crescimento para a empresa.

- **Avançando no mercado de reposição:** a presença aqui ainda é pouco expressiva, mas vem crescendo (ao ritmo de dois dígitos) nos últimos anos. Apenas no 3T23, esse crescimento foi de 48% frente a um ano antes. Com um mix de quase 650 produtos, o que não falta é espaço a ocupar. O potencial de vendas no mercado de compressores de freio chega a R\$ 1 bilhão, e a empresa mal o tocou.
- **Fábricas no estado da arte:** a empresa se qualifica entre as mais modernas e eficientes do mundo. Grau elevadíssimo de automação e equipamentos alemães de última geração, com mais de 150 centros de Usinagem CNC Heller; e 50 Tornos CNC. Ainda neste início de 2024 a companhia se tornará uma indústria totalmente 4.0, com todas as etapas de produção conectadas e automatizadas em certos níveis. Produtividade, qualidade, baixa geração de resíduos e custos baixos são garantidos.



- **Geração de caixa recorde:** a companhia tem focado na gestão de seu capital giro, o que acelerou a geração de caixa desde o início de 2022. Nesse curto período, saiu-se de uma dívida líquida de R\$ 480 milhões para um caixa líquido de R\$ 20 milhões! Mesmo em ciclo recorde de investimentos, com mais de R\$ 200 milhões nesse período e tendo distribuído cerca de R\$ 125 milhões em proventos.
- **Avanço na governança:** migrar da listagem de Nível 1 para Nível 2 (Novo Mercado) e aproximação ao mercado de capitais, com *calls* de resultados, *Investor Day*, e outros movimentos. A empresa não sinalizou. Mas são possibilidades.
- **Expansões futuras:** hoje operando perto da plena capacidade, mesmo em um ano desafiador para caminhões e máquinas agrícolas, a Schulz está preparada para expansões relevantes. A companhia tem dois terrenos para futuras expansões, um de 60 mil m² e outro de 25 mil m², anexo ao seu parque industrial atual, além da possível conversão da planta de

compressores para a divisão automotiva. Os compressores seriam levados para outro local, numa migração relativamente simples. A empresa vem testando lojas-conceito para distribuir diretamente seus produtos, aproximando-a do mercado consumidor e do varejo.

- **Expansão Mercado Externo:** exportações são hoje apenas 20% das receitas totais. Mas, com a globalização dos componentes, o *nearshoring* e a qualidade dos produtos, o espaço para expandir é amplo. Lembremos, no entanto, que a Schulz já tem centros de distribuição na Europa e nos EUA, e uma fábrica de compressores e componentes na China.
- **Depreciação acelerada:** assim como diversas investidas nossas, a Schulz se beneficiará da medida, de duas formas principalmente: na aquisição de seus equipamentos para modernização fabril e expansão; e no possível aumento da demanda por máquinas e equipamentos (notadamente compressores de uso industrial).

Pontos de Atenção:

- **Baixa liquidez:** liquidez menor restringe entrada de novos investidores. A empresa ainda é pouco “visível” pelo mercado de capitais, e, sem *sell-side*, seu acesso a investidores individuais fica limitado.
- **Disputa por mão de obra qualificada:** em Joinville (SC), cidade que abriga as sedes da Schulz e de outros nomes grandes como Tupy, GM e Embraco, há uma disputa contínua por mão de obra qualificada. Possível perda de talentos (principalmente engenheiros) é, portanto, um problema considerável, que pode inclusive elevar o custo de recursos humanos qualificados.
- **Mercado de compressores sensível ao crescimento do PIB:** já com elevado *market share* nessa divisão (70% dentro de seus segmentos), o crescimento desse mercado se daria basicamente em conjunto com crescimento do PIB. A alternativa encontrada até o momento é lançar produtos inovadores para o mercado e ampliar a exposição ao mercado externo.

Tupy (TUPY3) – Valor de Mercado: R\$ 3,96 bilhões

Principais Drivers:

- **Retomada das vendas de caminhões:** esse *driver* engloba não só a Tupy, mas também Metal Leve e Schulz. Após a transição Euro 5/Euro 6, a tendência é a normalização da produção de caminhões no Brasil em 2024 (depois do tombo de quase 37% em 2023). De acordo com a Anfavea, a projeção é crescimento de 14% em caminhões pesados neste ano – com margem para surpresas, como nas últimas mudanças de padrão.
- **Planta de Betim:** quase dois anos após a assumir a unidade (atual Tupy MG, ex-Teksid), as sinergias vêm sendo colhidas em ritmo até mais acelerado que o previsto. Acaba que elas ainda não estão claramente visíveis nos resultados consolidados, ofuscadas por fatores pontuais como o menor volume de vendas e a valorização do peso mexicano (há uma planta

no México). A unidade de MG tem totais condições de ser a mais rentável da Tupy, por contar com vantagens como acesso às principais matérias-primas (e a preços melhores), custo menor da mão de obra e até o uso de 50% de gusa líquido — substituindo sucata, o que economiza energia para fundir a carga metálica nos fornos — e a qualidade mesma do ferro-gusa sem contaminantes metálicos. Os equipamentos trazidos da planta de Mauá (SP) já estão quase em operação — e daí virão mais ganhos importantes de eficiência.



- **Alavancagem Operacional:** a capacidade instalada atual se aproxima de 950 mil toneladas por ano. O volume dos últimos 12 meses, por sua vez, foi de 647 mil toneladas. Evidenciam-se aí 30% de capacidade ociosa — ou, lendo a partir da outra ponta, um crescimento potencial de 46%. A retomada de volumes tende a diluir fortemente custos fixos, melhorando margens — que hoje estão abaixo do histórico —, além de impulsionar receitas, resultados operacionais e lucro líquido. Tudo sem ter que investir em expansão.
- **Agregação de valor em seus produtos:** ao invés de investir em expansão (como dito logo acima), esse investimento pode vir como ampliação de usinagem, CGI, pré-montagem, montagem, pós-venda e produtos com maior conteúdo tecnológico. Um bloco totalmente usinado, por exemplo, pode valer o dobro de um sem usinagem. As exigências cada vez maiores de eficiência energética e redução de emissões demandarão motores mais modernos, com mais tecnologia embarcada — e, portanto, de valor agregado. Veja-se que só com a evolução do Euro 5 para Euro 6 — o que envolveu basicamente uma troca de motores —, os preços dos caminhões subiram aí entre 20% e 30%. Metal Leve também se beneficia deste movimento.
- **MWM:** com receita aproximada de R\$ 2,2 bilhões nos últimos 12 meses (ante R\$ 3,2 bilhões em 2022), a transição E5/E6 e a queda de 37% de 2023 (mencionada mais acima) pesaram. Apesar da atividade de montagem ter margens baixas (o que é compensado pelo elevado ROIC, pois equipamentos e componentes são todos fornecidos pelos clientes), a queda expressiva bateu nos resultados da MWM. O lucro, no entanto, ficou em R\$ 109 milhões entre janeiro e setembro. Essa adquirida tem forte potencial, não só frente às oportunidades que se abrem na montagem de motores, mas em descarbonização, geradores, biometano, marítimos, torres de iluminação fotovoltaicas e peças para reposição.

- **Nearshoring:** eis aí um movimento que parece não ter volta. Na verdade, segue é ganhando força nos EUA. O México é o país que mais tem se beneficiado desse movimento: em 2022, começaram a ser construídos 47 parques industriais no país, e a estimativa é de que a economia do México verá mais US\$ 30 bilhões ao ano. O país já é o maior exportador para os EUA, superando até mesmo a China, e deverá ganhar ainda mais importância. Com as duas plantas no México, a Tupy se beneficia desse movimento — os novos contratos de R\$ 650 milhões a partir de 2024, aliás, derivam justamente do *nearshoring*. E a expectativa é de que mais contratos venham por aí.
- **Mover e Depreciação acelerada:** as duas medidas, já comentadas em seções mais acima, são relevantes para o *case* Tupy. Principalmente o Mover, uma vez que a companhia é uma das principais pesquisadoras e investidoras em soluções para a descarbonização dos transportes (veja tópico logo abaixo).
- **Novas Tecnologias:** reciclagem de baterias, hidrogênio (acordo já firmado com a MAN para produzir cabeçotes para motores a hidrogênio), biometano, soluções marítimas, blocos e cabeçotes *ultra light iron* e motores leves com CGI (mais baratos, eficientes e menos intensivos em energia elétrica para serem fabricados) tendem a crescer em importância e representatividade. A tecnologia do *ultra light iron* da Tupy foi premiada pela *American Foundry Society*, entidade de referência em fundição no mundo — o que só mostra o potencial da inovação, que pode recuperar o mercado de veículos leves.

Pontos de atenção:

- **Repasse de custos:** eventuais aumentos de custos na sucata podem ter impacto sobre os resultados no curto prazo, reduzindo margens momentaneamente. Mas vale o inverso também: se o custo da sucata cair, melhor para a companhia.
- **Mercado americano:** alguns economistas acreditam que o mercado americano vai perder força neste ano, com PIB crescendo menos, e mesmo uma demanda menor de pesados. Não acreditamos nisso — mas não custa nada manter o radar ligado. Não esqueçamos de que há eleições nas terras do Tio Sam neste ano, e é comum que disso surjam pacotes de infraestrutura, o que impulsiona a venda de pesados. E há o possível relaxamento monetário do Fed — o que pode dar certo suporte à economia.
- **Valorização do real e do peso mexicano:** com quase 70% da receita dolarizada (o aumento de receitas da MWM deve diluir essa relação), a valorização dessas duas moedas pode elevar custos, principalmente relacionados a mão de obra. O peso mexicano, por exemplo, representa 20% dos custos e teve apreciação de 14% nos últimos 12 meses.
- **Corte de juros mais lento e oferta de crédito:** um atraso ou uma desaceleração no atual ciclo de corte de juros no Brasil pode atrasar a renovação da frota — bem como reduzir a disposição dos bancos ligados a montadoras para financiar vendas.

Unipar (UNIP6) – Valor de Mercado: R\$ 7,8 bilhões

Principais Drivers:

- **Marco do saneamento:** prevê a universalização dos serviços até 2033, elevando a demanda por cloro para tratamento de água.
- **Demanda de soda cáustica:** projetos relevantes em andamento no setor de Papel e Celulose (grande consumidor de soda), no qual os investimentos ultrapassam a marca de R\$ 60 bilhões para os próximos anos (Projeto Cerrado da Suzano é um exemplo) trarão demanda adicional. Há também diversos outros usos industriais que devem avançar em ritmo superior à oferta até 2030. A Braskem é a única concorrente local, mas a empresa atravessa um período conturbado, em que se discute a venda de seu controle e a responsabilização por problemas ambientais em Maceió — justamente nas operações de cloro e soda.
- **Taxas de juros:** a Selic menor terá efeito positivo nos setores imobiliário e industrial, melhorando o cenário para seus três principais produtos — PVC, soda e cloro.
- **Disponibilidade de gás:** o atual governo tem pressionado a Petrobras para aumentar a oferta de gás natural. Quanto maior a oferta, menor o custo — e melhor para Unipar, que terá menos gastos na produção e poderá ficar à altura de empresas internacionais que têm acesso a gás com preços mais atrativos.
- **Autoprodução de energia:** o Complexo Lar do Sol e o Complexo Tucano elevarão a autoprodução da Unipar a quase 80% da energia que consome. Por ser uma atividade eletrointensiva, o controle dos custos e a garantia de fornecimento de energia são importantes no processo de reduzir custos e sair do mercado regulado.
- **Plantas “Lego”:** a nova planta de soda-cloro em Camaçari/BA é o primeiro projeto *greenfield* da Unipar. Sua entrada em operação é esperada para o 2º semestre deste ano, com volume inicial bem reduzido (caso venha a ganhar mercado, será expandida modularmente). A empresa pretende fazer mais 3 dessas plantas modulares (“Lego”), que são a solução para lidar com o limite de distância para transporte do cloro (500 km). Presença em mais lugares é fator crucial, e a entrada em novas regiões de forma “tímida” reduz os riscos.

Pontos de atenção:

- **Argentina:** mesmo com todos os problemas, é um mercado rentável. Com a recente transição de governo e a economia altamente inflacionária, não podemos descartar o risco de possíveis impactos na rentabilidade dessa operação. A desvalorização cambial, no entanto, favorece as exportações, cabendo observar os custos da energia (termoelétrica própria) gerada com gás natural — cujos preços estavam controlados e podem ser corrigidos mais cedo do que se imagina.

- **PVC:** vindos de leve recuperação, os preços continuam incertos em relação ao fraco desempenho do mercado imobiliário local e global. E há os riscos inerentes de importações da China a preços baixos.

Desempenho dos Fundos – Dezembro 2023

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

O Delphos encerrou 2023 não só positivo como com um considerável retorno. Mas deixe, caro leitor, os resultados, mais que os adjetivos, falarem por nós.

A valorização do Delphos no ano foi de 16,5%. Sim, ficou abaixo do *benchmark*, o IDIV, com seus 26,8%, mas o fundo vem construindo excelente *track record* desde seu início (abril/2018): desde então, já são 234,7% de valorização, bem adiante dos ainda assim respeitáveis 104,5% do referencial (alfa de 130,2%) do IDIV. Mostra-se aí a importância dos dividendos no retorno da carteira ao longo do tempo. Dividendos, aliás, são uma das principais “notas de corte” no vestibular da Trígono (e mais ainda do Delphos).

Em 2023, o fundo apresentou *yield* de 11,0%, ante 8,6% do IDIV. Para comparar, o *dividend yield* do Delphos em 2022 foi de 10,7% e em 2021, de 12,2%, com média de 11,3% em três anos. Os *yields* de nossas investidas vêm crescendo ano a ano, e para este nada indica que isso vá mudar, com lucros ainda maiores, e melhor ainda: antes de uma possível tributação a partir de 2025. As empresas poderão, desta forma, antecipar dividendos e utilizar o máximo do “estoque” de JCP, lucros acumulados e reservas de lucro ainda disponíveis.

Por setor, a Indústria foi a estrela, com 11,1% (nada menos que 2/3 do retorno total). Como havíamos previsto, o atual governo vem adotando incentivos ao setor automotivo, que vão desde retomar a cobrança de Imposto de Importação para carros elétricos até o usar recursos da reoneração do diesel para cortar impostos e baratear os veículos de até R\$ 120 mil (esse último consumiu, em pouco tempo, R\$ 800 milhões).

E veio o Mover, o Programa de Mobilidade Verde e Inovação, que vem substituir o antigo Rota 2030. Traz incentivos que podem chegar a até R\$ 19 bilhões nos próximos 4 anos para as empresas que se comprometerem a investir em descarbonização e em P&D. Tal programa favorecerá especialmente Tupy e Metal Leve, além da São Martinho que direta e indiretamente se beneficiarão do Mover.

Mas tem mais para o setor: o governo enviou ao Congresso um Projeto de Lei que autoriza a utilização de depreciação acelerada apenas para 2024 para apuração do Imposto de Renda, abatendo 100% dos investimentos em dois anos. Beneficia assim as empresas (notadamente de capital intensivo) que estejam investindo, bem como aquelas que atuam em bens de capital e são fornecedoras. Em geral, as depreciações são realizadas em 25 anos. Esse incentivo trará maior retorno aos investimentos e melhora no fluxo de caixa operacional das empresas que investem, reduzindo o custo tributário. Para as nossas empresas investidas é excelente notícia, pois várias se encontram em ciclo de investimentos e até intensificando, mais uma vez a Tupy como uma das empresas especialmente beneficiadas.

Entre os setores no Delphos, também se destacaram Serviços Financeiros (4,8%) e Agronegócio (2,8%). Na contramão veio Mineração e Metalurgia (-1,5%).

Abaixo, a tabela com o histórico de rentabilidade do Delphos:

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	4,8%	16,5%	30,5%	101,5%	129,1%	234,7%
IDIV	6,9%	26,8%	42,7%	33,2%	32,4%	104,5%

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

O Flagship 60 encerrou 2023 com valorização de 10,1% ante 17,1% do SMLL. Dois fatores pesaram nesse desempenho: o primeiro é o próprio sucesso do Flagship, que nos últimos 2 anos foi significativamente superior — foram 15,5% em 24 meses, contra -0,2% do SMLL no mesmo período. Isso resultou em custos substanciais com performance no 1º semestre de 2023.

O segundo ponto é seu “beta” inferior ao índice, pouco exposto às empresas alavancadas e fortemente impactadas pelas flutuações das taxas de juros (como várias das que estão no SMLL). Muitas vezes este tipo de companhia (como incorporadoras, varejo, consumo, entre outras) tem até certo grau especulativo, uma vez que investidores aproveitam para “apostar” nos movimentos das taxas de juros através desse tipo de empresa (mais sensíveis aos ciclos monetários). Como nossas empresas têm baixo nível de alavancagem e correlação baixa com o ciclo de juros, é comum esse desempenho “atrasado” frente ao SMLL. Nossas empresas, no entanto, têm solidez financeira que reduzem sobremaneira os riscos. O mercado talvez “não preste atenção” nisso. Ou deve simplesmente gostar é da especulação mesmo.

Em seu sexto ano de retornos positivos, contribuíram para o resultado Indústria (com fortes 14,6% - explicado na seção do Delphos), Agronegócio (2,4%) e Químico (1,1%). Apenas dois setores puxaram para baixo: Mineração e Metalurgia (-1,5%) e Tecnologia (-0,9%). O principal detrator foram as despesas caixas referentes ao pagamento de performance associados ao regulamento do fundo e seu desempenho.

Estamos otimistas quanto a 2024, como comentamos mais acima. Nossas principais investidas fizeram o dever de casa no ano passado e deverão ter uma excelente “colheita” neste. Quanto ao retorno em bolsa, cabe ao mercado precificar essas empresas de forma justa em relação a seus respectivos valores intrínsecos e fundamentos. Enquanto isso não ocorre, entendemos ser o Flagship uma excelente oportunidade: o risco é baixo por estar alocado em empresas com baixíssimo endividamento — **das 12 empresas do fundo, 9 encerraram o 3T23 com caixa líquido, enquanto nenhuma das outras 3 ultrapassou a relação Dívida Líquida/EBITDA superior a 1,8x!**

Focado em empresas *small caps* e que proporcionam forte criação de valor aos acionistas (EVA ou VEC), o desempenho ao longo do tempo não é mero acaso. Desde seu início em abril de 2018, o Flagship 60 entregou 257,8% de retorno, com alfa de 224% sobre o SMLL (magros 34,3%) e um CAGR (retorno anual composto) desde 2018 de cerca de 25,2% ao ano. Nada mal. Na verdade, excelente, tendo em vista os ventos contrários (pandemia, ciclo de alta de juros no Brasil e exterior, aversão ao risco, venda maciça de investidores locais e novo governo). Nada disso deteve o Flagship. Imaginem o que poderá acontecer no ciclo de queda de juros? No início da Resenha demos algumas pistas.

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	4,8%	9,7%	15,5%	72,1%	89,1%	266,4%
SMLL	7,1%	17,1%	-0,2%	-16,1%	-17,4%	34,3%

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	4,9%	10,1%	15,9%	72,5%	84,7%	257,8%
SMLL	7,1%	17,1%	-0,2%	-16,1%	-17,4%	34,3%

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

Apesar de ter ficado atrás do IBOV no ano (13% contra 22,3%), o Verbier fechou seu sexto ano em território positivo. Desde o início (julho/2018) entregou 228%, um notável alfa de 156% no período. O ano passado foi também o primeiro em que o Verbier ficou atrás do IBOV. Sem querer justificar o desempenho aquém do *benchmark*, mas esse foi bastante beneficiado nos últimos 2 meses do ano. Até outubro, o Verbier tinha vantagem de 4 pontos percentuais sobre o referencial. Houve um forte fluxo estrangeiro nas bolsas, que foi principalmente para empresas mais líquidas. Apenas para se ter ideia: 6 empresas responderam por 14,6% da atribuição de performance dos 22,3% entregues pelo IBOV no ano: Petrobras (7,2%), Itaú (2,6%), Banco do Brasil (1,9%), Bradesco (1,2%), BTG (0,9%), e Ultrapar (0,8%). Só a Petrobras já explica 1/3 do desempenho do IBOV.

Com mandato flexível em ações, oportunidades em *large caps* são aproveitadas, o Verbier está hoje mais voltado a *micro* e *small caps*, que representam, juntas, 85% do portfólio do fundo. Acreditamos ser esse o segmento em que as principais oportunidades assimétricas no mercado brasileiro de ações estão, e é ele que mais se beneficiará com o ciclo de queda de juros. As sete principais posições do fundo compõem 85% do portfólio total.

Quanto ao desempenho no ano, praticamente todo o rendimento veio do setor Industrial (14,5%). O agronegócio vem logo atrás, mais modesto (2,2%). Na contramão veio apenas Mineração e Metalurgia (-1,6%), devido aos preços mais baixos das ferroligas e aos aumentos de custos pontuais para a Ferbasa (como já explicado). Tal como o Flagship, o Verbier teve despesas consideráveis no 1º semestre, relacionadas à taxa de performance paga, enquanto o desempenho das investidas foi ainda melhor que os 13% registrados no ano.

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	3,8%	13,0%	20,6%	78,3%	106,3%	228,4%
IBOVESPA	5,4%	22,3%	28,0%	12,6%	15,2%	71,8%

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

Um dos principais destaques da Trígono nos últimos anos e em 2023 foi o 70 Prev, que, mesmo com 30% alocados em renda fixa e 70% em renda variável, entregou 117% do CDI no período. O retorno nominal no ano foi de 15,2%, contra 13% do CDI. Em seus cinco anos até aqui, o fundo superou o CDI consistentemente em todos! Os destaques setoriais no ano foram os mesmos dos demais fundos: Indústria (9,7%) e Agronegócio (4%), com apenas Mineração e Metalurgia a apontar para baixo (-1,1%).

Essa alocação 70/30 nos permite fazer constantes ajustes na carteira, realizando lucro nas ações com maior alta, e comprando as que caem, mantendo a exposição de 70% em renda variável. Sem apelar para o truque do “*market timing*” — um dos principais inimigos do investidor. Investimos em empresas, com negócios e expectativas de resultados que podemos monitorar adequadamente;

aquilo, no entanto, é coisa de apostador ou de quem gostar de tentar adivinhar a direção do mercado, explorando a volatilidade do mercado.

Desde seu início (set/2019), o Trígono 70 Prev entregou ganho de 98,2%, contra 38,6% do CDI. O que representa um ganho relativo de 254,4% sobre este no período — resultado excelente para um fundo de previdência, especialmente visando renda complementar à aposentadoria.

E não percamos de vista que todo esse retorno veio num ambiente bem desafiador: pandemia, juros em alta aqui e lá fora, eleições, guerras, forte aversão ao risco por parte dos investidores institucionais e alocação em NTN-B visando mitigar o risco dos planos com benefício definido. Superamos todos esses ventos contrários e acreditamos estar com as velas bem posicionadas para quando o vento vier a nosso favor.

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	2,6%	15,2%	14,3%	32,3%	61,0%	98,2%
CDI	0,9%	13,0%	13,1%	27,1%	32,6%	38,6%

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

O Trígono Icatu 100, outro produto previdenciário (esse 100% alocado em ações, por isso sujeito a diferentes regulações pela SUSEP), pode não ter superado o referencial IBOV (22,3%), mas entregou desempenho bem satisfatório (16,8%). Ficou ainda bem acima do CDI (13%). No ano, Indústria (15,2%), Agronegócio (3,5%) e Consumo (2,8%) o puxaram para cima. Tecnologia (-2,3%) e Mineração e Metalurgia (-0,6%) fizeram o movimento contrário, mas o impacto no todo foi baixo.

Até aqui, o Icatu 100 encerrou todos os seus 4 anos com retorno positivo. Positivo e consistente, como um fundo previdenciário deve ser. Desde seu início (julho/2020), o Trígono Icatu 100 teve ganho de 104,2% e gerou alfa de 70,6% em pouco mais de 3 anos, contra 33,6% do IBOV. O cenário foi o mesmo no período: pandemia, tensões internacionais e juros em elevação. Agora que esses últimos começam a descer rumo ao que parece ser uma normalização, a renda variável começa a atrair interessados — notadamente as *small caps*, foco do nosso fundo. O Icatu 100, aliás, bem pode ser o único com essa exposição no segmento de renda variável previdenciário. Excelente alternativa de diversificação, portanto.

Fundo	dez-23	2023	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	3,8%	16,8%	23,1%	73,8%	104,2%
IBOVESPA	5,4%	22,3%	28,0%	12,6%	33,6%

Trígono ICATU 70 Previdenciário FIC FIA (CNPJ: 49.459.345/001-05)

A partir deste ano, começamos a divulgar e comentar os resultados do nosso caçula previdenciário, o Trígono Icatu 70 Prev. A estrutura é similar ao 70 Prev, mas a carteira é um pouco mais diversificada, mais parecida com a do Icatu 100. O produto vem atender pedidos de nossos parceiros que gostariam de ter previdência Trígono, mas sem expor 100% em renda variável. Isso se dá em razão do Trígono 70 Prev ter distribuição exclusiva para um grande parceiro da Trígono. São, assim, 3 produtos previdenciários, cada um com suas particularidades para atender a todas as necessidades e quesitos de diversificação.

O Trígono Icatu 70 se apresenta então como excelente diversificação da carteira previdenciária por estar estrategicamente exposto, mas não limitado, ao universo de *small caps*; as demais opções com exposição em renda variável estão alocadas em grandes empresas e associadas ao IBOV. No longo prazo, a Trígono acredita que as *small caps* guardam as melhores oportunidades em renda variável — apesar de ter a opção de investir em empresas com maior valor (estamos atentos a todas as oportunidades). Atualmente, os 70% alocados em renda variável estão distribuídos entre 14 empresas e a sobreposição ao IBOV é baixa.

Passando às apresentações: o Icatu 70 teve sua primeira cota em 18 de maio de 2023 e nesses 7 primeiros meses entregou retorno de 11,9%; no mesmo período, o IBOV entregou 22,4%. Sim, largou atrás do *benchmark*. Mas estamos absolutamente tranquilos quanto à estratégia desse produto — que já está mais que comprovada pelo histórico de nossos fundos e por ter trazido retorno muito acima da inflação e do CDI.

Assim, temos opções únicas de diversificação da carteira previdenciária para os investidores, expondo nossos cotistas ao fascinante universo das *micro* e *small caps*, para as quais o mercado mal olha. Sorte nossa.

Fundo	dez-23	2023	INÍCIO
ICATU 70 PREV	4,2%	11,9%	11,9%
IBOVESPA	5,4%	21,9%	22,4%

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

Sem delongas: o Power & Yield foi nosso único fundo a encerrar 2023 com desempenho negativo (-9%). Todas as principais posições dos fundos enfrentaram ventos contrários ao longo do ano, mas só o Power saiu do tom geral. O *benchmark*, IEE, subiu 20,7% no ano. O IEE, como já dissemos antes, talvez seja um dos melhores índices da B3: ele é composto pelas 18 maiores e mais líquidas empresas do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas em cerca de 5,5%. Desde seu início (fevereiro/2021), o Power entregou ganho de 13,7%, contra 15,3% do IEE, um pequeno alfa negativo de 1,6%, que, convenhamos, é irrelevante para um período tão desafiador.

Um dos fatores que contribuíram para o fraco desempenho do ano foi a mudança de rumo da crise energética mundial. Houve um forte alívio em 2023, com menores preços de petróleo, carvão, gás, energia entre outros. Isso impactou diretamente os preços dos produtos das nossas investidas eletrointensivas (Ferbasa e Unipar), e a isso soma-se um ambiente concorrencial mais agressivo, vindo principalmente da China.

Preços menores do petróleo, má interpretação do mercado quanto ao relatório de reservas e gargalos para o escoamento e processamento do gás, tudo isso pesou sobre outra importante investida, a PetroRecôncavo — ressaltamos: não compete à companhia sanar gargalos na infraestrutura de escoamento e processamento — e a questão já estava sendo resolvida pelo parceiro em novembro e dezembro (com uma normalização esperada já para este mês).

Como dissemos na primeira parte dessa resenha, estamos otimistas quanto à recuperação da China, que tende a trazer melhor precificação das *commodities*. Já vem ocorrendo, por exemplo, com o minério de ferro e, nas últimas semanas, o alumínio. Apesar de alívio no curto prazo, transição energética é o tema da atualidade. O futuro pode trazer choques de preços de energia se essa transição não for executada da maneira adequada. As empresas brasileiras vão se beneficiar amplamente nesse cenário de transição, em particular as inseridas em fabricação de produtos

eletrointensivos, biocombustíveis (biodiesel, etanol e biometano), na produção de energias renováveis e no setor elétrico (energias hidrelétrica, eólica e solar).

Também o consumo de energia tem aumentado de forma significativa no Brasil — o que beneficia todo o setor, particularmente distribuidoras que compram excedentes de energia não contratada no mercado livre a preços favoráveis devido à ampla oferta. Chuvas adequadas e novos parques eólicos e fotovoltaicos, além de Itaipu batendo recorde de produção, garantem a oferta da energia demandada.

Por segmento, Óleo e Gás (-7,5%), Mineração e Metalurgia (-3,4%) e Químico (-1,5%) puxaram para baixo. O destaque positivo foi Concessão e Energia (5%).

Fundo	dez-23	2023	24M	INÍCIO
POWER	4,1%	-9,0%	-6,4%	13,7%
IEE	6,7%	20,7%	24,1%	15,3%

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

“*Last, but not least*” (“por último, mas não menos importante”, na tradução livre; a expressão tem origens interessantes, mas guardemos essa história para depois), vem nosso grande campeão de 2023 e que surpreendeu a todos (mas não a nós e àqueles que nos acompanham nas Resenhas e lives semanais). O Horizon entregou um ano espetacular, com ganho de 37,1%, contra 17,1% do SMLL — um alfa de 20% em um único ano!

Desde seu início (set/2021), a valorização foi de 16%, contra abissais -17,3% do SMLL (alfa de 33,3%). Não custa lembrar: assim como o Power, que passa por momentos desafiadores, o Horizon também passou maus bocados em 2022, como nosso único fundo a fechar no negativo (mas com ganho acumulado de 15,4% até ali). **Quando se trata de um portfólio de qualidade que crie valor ao acionista ano após ano, tempo e paciência fazem toda a diferença.**

Reforçamos: as investidas do Horizon cumprem à risca a cartilha da Trígono — nichos definidos; bons dividendos; práticas adequadas de ESG; e descontadas pela metodologia do EVA. A diferença para o Flagship é que este busca empresas de até R\$ 10 bilhões em valor de mercado. O Horizon limita-se a R\$ 3 bi, podendo haver sobreposição nas menores empresas (buscamos manter abaixo de 15%, gerando diversificação de 85% frente ao Flagship).

No desempenho, só um setor ficou negativo: Tecnologia (-1,5%). Dado haver melhores oportunidades naquele momento, a empresa que representava esse setor não está mais em nosso portfólio (o que se mostrou uma decisão acertada). Na ascendente vieram, principalmente: Consumo (13%); Serviços Financeiros (9,6%); Logística (8,9%), Indústria (6,7%); Agronegócio (4,9%); e Construção — e aqui, a novidade: ligada a material, e não incorporadora (com 4,1%).

Interessante notar que esse forte desempenho veio da combinação de empresas, e não de um acerto pontual ou setor específico. Mostra a assertividade da nossa estratégia de seleção de ativos.

Fundo	dez-23	2023	24M	INÍCIO
HORIZON	7,4%	37,1%	33,4%	16,0%
SMLL	7,1%	17,1%	-0,2%	-17,3%

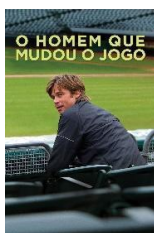
Prezados leitores e investidores, encerrada essa longa jornada de revisão do ano que passou, só temos que agradecer por tudo, e pela confiança e apoio daqueles que continuam conosco ou que chegaram ano passado. Nosso desempenho ficou aquém do que gostaríamos e de nossos investidores, mas nos sentimos confiantes pela qualidade e perspectivas das empresas investidas, como resumimos nessa resenha. A mola foi comprimida e, quando solta, o movimento pode ser rápido. *Market timing* já pregou muitas peças, mas não nos cabe questionar a lógica do mercado que precifica os ativos, muito menos adivinhar para onde vai. Ano novo, estamos revigorados para chegar ao final de 2024 com bons motivos para celebrar.

Muito obrigado, mais uma vez.

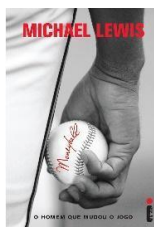
Werner Roger – gestor, e equipe de analistas Guilherme Cambraia, Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer

DICA CULTURAL

Sobre essa ideia, duas dicas são:



- O Homem que Mudou o Jogo: filme de 2011, com Brad Pitt, Jonah Hill e Philip Seymour Hoffman; e



- Moneyball: O homem que mudou o Jogo: livro de Michael Lewis (Ed. Intrínseca; 1ª edição: 19/junho/2015).

O filme é baseado no livro, e este conta como Billy Beane, gerente geral do time de baseball Oakland Athletics (um dos de menor orçamento da grande liga), usou um alto conhecimento em matemática para determinar o modo de jogar e selecionar atletas para a equipe.



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