

Resenha Mensal

**Shakespeare,
Otelo e Small Cap -
a virtude da paciência**



Setembro de 2024



Equipe Trígono



Werner Roger
Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital



Guilherme Cambraia
Analista de renda variável



Pedro Carvalho
Analista de renda variável



Shin Lai
Analista de renda variável



Yuhzô Breyer
Analista de renda variável



Shakespeare, Otelo e Small Cap - a virtude da paciência

Prezados investidores e leitores,

Quando estiverem lendo esta Resenha, setembro já terá caminhado até sua metade, ou perto disso, os reportes de resultados do 2º trimestre serão passado e estaremos com o último quarto do ano já no radar. Em agosto, fizemos um comentário sobre o que (em nossa opinião) são os sete erros capitais dos investidores. Neste mês, de certo modo, retomamos aquele raciocínio para tratar de um daqueles erros.

Não é um erro trivial. Nossa lista, como acabamos de dizer, é nossa, mui nossa, e até particular, mas compartilhamos como nossos estimados leitores. Cada leitor terá sua lista de sete ou mais erros, a coleção reunida pode variar não só de leitor para leitor como internamente a cada um. Pode muito bem ser que sua lista hoje seja diferente da que poderia ter feito há cinco anos. E é bastante provável que, daqui cinco anos, uma ou outra mudança possa ter acontecido.

Mas há um que deve (ou deveria) constar em todas as listas, sempre. Porque não diz respeito tanto a conjunturas político-econômicas e a fatores externos extraordinários. Ele tem a ver com traços em comum entre todos nós, que caracterizam uma certa natureza humana. Não sabemos qual é a natureza humana, nem se há de fato uma. Mas, se houver, esse traço certamente está ali: é a **impaciência**.

Na seção Desempenho dos Fundos, comentamos os resultados das principais empresas investidas, e como nossa paciência justifica a manutenção das posições. Alguém diria que essa manutenção tem a ver com pragmatismo, mais que com paciência. Diríamos sobre isso que o pragmatismo está para a paciência como a engenharia está para a física: seria uma espécie de "paciência aplicada", assim como a engenharia é física aplicada.

Muito bem, Werner. Se algum padrão se aplica às nossas Resenhas, agora você vai explicar o que Shakespeare e Otelo têm a ver com paciência e finanças, certo?

Exatamente, distinto leitor. Impaciência é um ingrediente de muitas obras dele, "O Bardo", William Shakespeare (1564-1616), certamente o maior dramaturgo e talvez o maior escritor em língua inglesa que já tenha existido.

"*Ser ou não ser, eis a questão*", o monólogo da Cena 1 do Ato 3 de *Hamlet*, se não for a fala mais citada da história, certamente está no Top 5. Aliás, falando no Bardo, há uma compilação, em 3 volumes, de suas peças de teatro traduzidas por Bárbara Heliodora (Ed. Nova Aguilar), talvez a melhor tradução em língua portuguesa que já existiu. Coisa fina.

Já se viu, leu e ouviu Shakespeare em todas as mídias que se possa imaginar, do teatro original ao cinema, aos quadrinhos, podcasts e desenhos animados. Não são só as tragédias (*Hamlet*, *Rei Lear*, *Macbeth*, *Júlio César*, numa lista absurdamente curta) que o fizeram notável: ele escreveu comédias (*A megera domada*, *Muito barulho por nada*, *Sonho de uma noite de verão*) e épicos (*Henrique V*, um favorito da casa) que não são clássicos por acaso.



Para a nossa presente Resenha, Shakespeare nos emprestou inspiração com *Otelo*, o *Mouro de Veneza*.

Peça escrita em 1603 (ou 1604, como nos informa Bárbara Heliodora), sua história gira em torno de quatro personagens: Otelo, um general mouro que serve o reino de Veneza; sua esposa, Desdêmona; seu tenente Cássio; e seu suboficial Iago. Racismo, amor, ciúme e traição são alguns dos temas presentes na peça; 400 anos se passaram desde que foi escrita, e seus temas estão na pauta de discussões travadas ainda hoje.

Shakespeare fala isso sobre paciência em *Otelo*:

***"How poor are they that have not patience!
What wound did ever heal but by degrees?"***

("Quão pobres são aqueles que não têm paciência!
Que ferida já cicatrizou senão só gradualmente?"
– a tradução é livre e, não sendo eu especialista em inglês medieval,
recomendo vivamente a tradução citada acima).

A fala (Ato 2, Cena 3) é de Iago (que, com o perdão pela simplificação grosseira, é o "vilão" da história). Ele fala com o cavalheiro veneziano Rodrigo, a quem explica que, para funcionar, um plano requer paciência.

Ele diz ainda a Rodrigo:

***You know we work by wit and not by witchcraft,
And wit depends on dilatory time.***

("Tu sabes que operamos por esperteza, não por feitiçaria
E esperteza depende de um tempo lento."
– tradução livre, mais uma vez)

Interessante ele falar em não operar por "feitiçaria"; no mundo das finanças, isso se traduziria por *market timing*.

E *wit*, em geral, se traduz como esperteza, que, no nosso idioma, infelizmente ganhou um certo sentido pejorativo: ser esperto implica tirar vantagem dos "menos espertos". Na verdade, *wit* tem a ver com agilidade mental, respostas precisas, sagazes. É menos ligado à certa malícia que o uso corrente de "esperteza" faz supor, e mais ao que reconheceríamos como uma noção mais ampla de inteligência.

Pois bem, dito isso tudo: para Shakespeare, paciência e inteligência estão ligadas na raiz. Ninguém gosta de ser apontado como impaciente, e talvez uma explicação para isso seja que agir com impaciência esteja associado (com razão) a precipitação. E, se Shakespeare está certo (e nisso, ele está), ser precipitado é não dar tempo à inteligência para trabalhar na melhor solução. Impaciência é, assim, falta de inteligência.

Impaciência é uma característica das obras de Shakespeare. E é também, infelizmente, o que caracteriza alguns investidores, independente de onde estejam ou em que invistam.



Nas *small caps* é particularmente uma característica ainda mais deletéria. O baixo crescimento da economia e seu gêmeo univitelino, o juro elevado, jogam contra quem investe em renda variável, e nas *small caps* isso é ainda mais verdadeiro. Uma possível recessão nos EUA, com a taxa mais alta (entre 5,25% e 5,50%) dos últimos 23 anos, praticada pelo Fed (o Banco Central (BC) dos EUA), a reversão das expectativas de que a Selic, no Brasil, fosse recuar para trás da porteira dos 10% (já se fala até em aumento), tudo isso inflama a impaciência dos menos experientes (dos menos seguros do que estão fazendo no mundo das finanças, na verdade). E isso põe a perder a janela de oportunidade que ocasionalmente se abre.

Sobre a Selic: ninguém mais que nós da Trígono ficará perplexo, caso o BC decida elevá-la de novo. Seria um movimento no mínimo desastroso para uma autoridade monetária que vem, há 4 anos, tentando consolidar sua credibilidade. Seria mais um movimento chocante, mas de modo algum surpreendente, do presidente Roberto Campos Neto, que já tumultuou as expectativas em passado bem recente.

O já anunciado novo presidente, Gabriel Galípolo, parece ir na mesma direção, a de jogar para a torcida de economistas que defendem a alta (talvez comprometidos com as instituições ou investimentos aos quais estão ligados). Vai, assim, tentar mostrar independência em relação ao presidente Luiz Inácio Lula da Silva que, estranhamente, parece ter deixado a posição de grande crítico aos juros. Talvez faça isso para defender seu indicado, dando-lhe mais poder e credibilidade.

Mas o que teria mudado para que, de corte em breve, a conversa passasse a ser de elevar os juros de novo?

Excelente pergunta, Werner, estávamos justamente esperando a Resenha de setembro pra ver se você explicava...

Agradeço a confiança, mas não me arvoraria em “explicar” o que se passa dentro de uma autoridade monetária que talvez nem conseguisse explicar a si mesma. Mas isso não significa que não possamos oferecer um ponto de vista.

O custo da elevação dos juros é brutal. A dívida – sim, nossa dívida – tem que ser financiada, já sorvendo pouco menos que R\$ 1 trilhão. Essa conta é pagável? Sai do bolso de quem essa avalanche de dinheiro?

Custear isso exige carga tributária mais pesada, o que afeta a criação de empregos, leva a baixo crescimento, menos investimentos na economia real e em educação e saúde pública principalmente. Significa que não sobra para investir na infraestrutura, o que o setor privado não se dispõe a fazer (ainda mais diante de uma economia que não cresce e a um custo de capital que qualquer empresário, se tem juízo, não vai encarar). É só fazer as contas, e melhor ainda se for com o EVA/VEC como ferramenta.

Questão fiscal não é um problema para o qual o BC tenha que dar resposta. Sequer faz parte do seu mandato. Essa atribuição é do Ministério da Fazenda. O déficit primário continua aumentando, assim como a dívida pública em relação ao PIB e os juros mensais agregados à dívida, inchando ainda mais o problema. Mas há quem defenda um novo aperto monetário, de 1 ponto percentual inteiro, em quatro prestaçõezinhas de 0,25 ponto percentual.



A questão é: o que mudou? A inflação é de excesso de demanda ou de oferta? Ou resulta da mistura entre indexação de preços de *commodities* e câmbio? Nesse caso, o BC, com sua ferramenta, a taxa de juro, pode exatamente o quê?

O movimento do câmbio é o resultado da ação de diversas forças, como a credibilidade nas políticas do governo, em direções opostas. O BC tenta intervir no mercado oferecendo moeda. Isso equivale a tentar enxugar um monólito de gelo com lenços de papel. Países como a Argentina (e o Brasil, como vimos na Resenha de julho, quando contamos uma certa história do Real) quebram ou quebraram pela erosão das reservas cambiais e da capacidade de pagar juros e dívida externa. O Brasil não tem mais esse problema, pelo contrário: hoje as reservas cambiais são elevadas e o saldo da balança comercial é substancial, graças ao agronegócio, petróleo e minério de ferro. Temos a China a agradecer pelas reservas cambiais no ponto em que estão.

Economias são cíclicas, segredo nenhum aí. E as *commodities* deixam isso particularmente evidente, com os movimentos de oferta e demanda, que levam a ciclos próprios de investimentos (normalmente de sete anos). Setores de capital intensivo, como mineração, petróleo, indústrias básicas (siderurgia, por exemplo) e químicos, demandam projetos e engenharias complexas e fornecedores aptos a atenderem encomendas (inclusive atendendo a restrições ambientais cada vez mais complexas). Demandam também capital disponível como crédito e capital próprio (neste caso, devidamente remunerado, mas com juros elevados inibindo investimentos), e devem chegar ao mercado num momento favorável de demanda e preços.

Nossos leitores vão concordar que a vida dos executivos, conselheiros e investidores, com tudo isso a considerar quando estão diante de planos e decisões, não é nada fácil. No setor agrícola, os ciclos são mais curtos e os preços são muito voláteis, e há os fatores climáticos, que impõem bastante prudência antes de se investir em bens de capital ou em expansão de áreas.

Mas, observando os preços de petróleo e derivados, minérios, agropecuária e alimentos, percebe-se a rota descendente em que estão desde 2022:



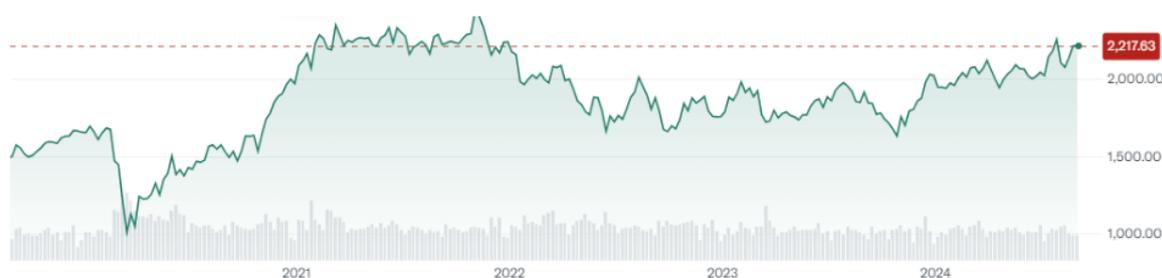
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Q2 2024 – Aug. 22, 2024 – Economic Data



Custos maiores causados por *commodities*, além de impactar a inflação, pressionam custos e margens das indústrias que as utilizam (energia inclusive) como insumos. O setor industrial recebe o maior impacto custos de um lado, juros de outro, queda em demanda e volumes, e custo laboral mais alto, bem como os custos logísticos (*aftershock* da pandemia).

Investidores que usam o top-down evitam esse setor, especialmente se existe risco de execução. Em tempos de economias em desaceleração, juros elevados e preços das *commodities* no ponto baixo do ciclo, empresas são negociadas a múltiplos baixos e evitadas pelo mercado.

Às vésperas de um novo ciclo de corte de juros pelo Fed, o índice *small caps* Russel 2000 apresentou alta de 8,3% nos últimos 60 dias, ante 3,4% do índice S&P500. No Brasil, no mesmo período, o IBOV subiu 9,8%, ante 6,1% do SMLL, reflexo do fluxo de estrangeiros que aportaram cerca de R\$ 13 bilhões nestes últimos 2 meses.



Fonte: Yahoo Finance Russel 2000 -RUT 5-year

A inflação pós-covid, os problemas energéticos na Europa e o impacto da invasão russa na Ucrânia parecem ter sido absorvidos pelo mercado. Os BCs parecem ter entendido que era hora de começar um afrouxamento monetário, fazendo o pêndulo oscilar para a ponta do crescimento. A principal dúvida é a China, com seu frágil setor imobiliário. BCs tendem a se tornar mais discretos e as economias, a se ajustar gradualmente através dos próprios mercados.

Desta forma, investidores tendem a buscar investimentos de maior risco. Surgem aí as *small caps* e os mercados emergentes no radar.



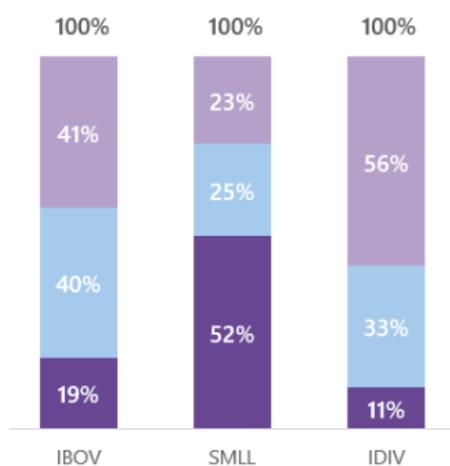
No Brasil, os índices refletem a alta dos juros, com investidores locais e estrangeiros direcionando seus recursos para segmentos considerados mais defensivos e menos expostos a juros, além de empresas mais expostas ao câmbio.

Varição de 31/ago/22 - 24

IDIV	34,4%
IBOV	21,1%
SMLL	-2,2%
CDI	26,2%
US\$	9,2%

Distribuição dos índices por fatores de sensibilidade

■ Sensíveis à Taxa de Juros ■ Sensíveis ao Dólar ■ Defensivos



	IBOV	SMLL	IDIV
Sensíveis ao Dólar	40%	25%	33%
Óleo e Gás	16%	7%	9%
Mineração e Metalurgia	15%	7%	18%
Indústria	5%	6%	2%
Papel e Celulose	3%	0%	3%
Químico	1%	1%	1%
Agronegócio	0%	4%	1%
Sensíveis à Taxa de Juros	19%	52%	11%
Alimentos e Bebidas	5%	3%	4%
Saúde	5%	4%	1%
Consumo	3%	6%	0%
Varejo	2%	7%	0%
Logística	2%	10%	3%
Construção	1%	11%	2%
Outros	0%	0%	0%
Defensivos	41%	23%	56%
Serviços Financeiros	25%	10%	23%
Concessão e Energia	12%	9%	26%
Comunicações	2%	0%	5%
Saneamento	2%	4%	3%
Infraestrutura	0%	1%	0%

*Outros incluem: Educação, Tecnologia, Serviços, Meio Ambiente e Comércio

Fonte: Economática/Trígono Capital



Setores defensivos, câmbio e a constituição setorial dos índices explicam os desempenhos observados. A Selic acumulada em 12 meses atingiu o ponto máximo (13,75%) em 3 de agosto de 2022, após uma elevação de 0,5 ponto percentual. Dali, só desceria em 2 de agosto de 2023, um ano depois, praticamente, para os mesmos 13,25% onde se encontrava um ano antes. Desde então, recuou para 10,5% (onde chegou em 8 de maio deste ano).

Mesmo com os cortes, os investidores mantiveram estratégia defensiva, evitando setores mais expostos aos juros, se protegendo em setores defensivos e ao dólar. O índice SMLL, em sua composição setorial, está exposto justamente ao contrário.

Nossa tese é que IDIV e IBOV, praticamente no máximo histórico em pontos, tendem a perder fôlego em favor das *small caps*, duramente penalizadas pelo fator juros e pela baixa exposição aos setores considerados defensivos.

Mas, e aqui temos o *plot twist* que amarra o raciocínio todo ao início da Resenha, só os investidores **pacientes** deverão se beneficiar desse movimento.

Se for elevada na próxima reunião do Copom (17/18 de setembro), a Selic deve ir para 10,75%, a fim de ancorar as expectativas de queda da inflação em 2025 e ao mesmo tempo fazer caírem as taxas de juros a termo (longas) praticadas pelo mercado (sancionando a expectativa da queda da inflação).

Que fique claro: o raciocínio do parágrafo acima é pura conjectura teórica. Como já dissemos em outras ocasiões, a Trígono conta com muitos instrumentos de análise de empresas, mas a bola de cristal do mercado não está entre eles.

Nada garante que as coisas se darão daquela forma. Como disse Mané Garrincha na Copa de 1958: "Mas já combinaram com os russos?".

Segundo reza a lenda, o então técnico da Seleção, Vicente Feola, instruía seus jogadores em sua prancheta como derrotar a favorita União Soviética. O lance planejado por Feola era uma jogada combinada entre o craque Garrincha e o atacante Vavá: Garrincha driblaria três adversários e cruzaria para Vavá, que cabecearia para o gol. Foi aí que Garrincha achou melhor perguntar se Feola havia combinado aquilo com os "camaradas". Talvez lhe fosse familiar de alguma forma um velho ditado militar: "Plano nenhum sobrevive ao contato com o inimigo".

Lógico, nada do tipo havia sido combinado com os russos. Mas Garrincha, claro, teve mesmo assim uma grande atuação, endoidando, ou como se diz na gíria futebolística, entortando seus marcadores, e Vavá anotou dois gols, os dois da vitória por 2 a 0 da Seleção contra a temível União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (a URSS), que disputava sua primeira Copa do Mundo. O público via assim, pela primeira vez, aquela camiseta vermelha, com a inscrição "СССР", que nada tem de particularmente misteriosa: o alfabeto do idioma russo é o cirílico, e em cirílico, a sigla significa Союз Советских Социалистических Республик. A pronúncia, por sua vez, é um tanto trava-língua para aqueles de nós não fluentes em russo: Soiúz Soviétskikh Sotsialistícheskikh Respúblikikh. Como se vê, o que para nós, falantes de um idioma que se registra pelo alfabeto latino, parece um "C", é o "S" do alfabeto cirílico; e o que parece um "P" no nosso alfabeto é o "R" no deles.



Mas é claro que os brasileiros, no melhor espírito “perco o amigo, mas não perco a piada”, usaram de sua inevitável criatividade para “ressignificar” as iniciais no fardamento dos adversários. Tomando o CCCP pelo valor de face, traduziram a sigla por: “Cuidado, Camarada, com o Crioulo Pelé”.



Aqui se vê três minutos de pura mágica naquela fantástica partida.

Werner, seu repertório futebolístico só perde para o seu nas finanças. Como sempre, é um prazer acompanhar o colorido que as conversas ganham. Mas, então, saímos de Shakespeare, Otelo e da paciência; para que não percamos esta última, vamos amarrar tudo com o título, por favor?

Sim: Shakespeare nos ensinou, com o personagem Iago em *Otelo*, que é **preciso esperar a oportunidade certa**.

E espera é a manifestação física da virtude da Paciência. Que é a chave que abre a porta da oportunidade.

É impossível, no ponto em que estamos, dizer se o momento atual é precisa e exatamente o da oportunidade. Mas todos sabemos que condições de mercado e das economias se movimentam como pêndulos; pêndulos, por sua vez, atingem um ponto de inércia, a partir do qual invertem a trajetória. É preciso estar de olhos muito bem abertos para não perder esse momento. A paciência é o que faz toda a diferença em momentos assim.

Finalizando, cito frase atribuída a Sêneca (um dos principais representantes do estoicismo), “sorte é encontro da capacidade e oportunidade”, e Louis Pasteur: “a sorte favorece a mente bem preparada”. Para ter boa sorte, é preciso criar as próprias oportunidades e estar preparado para quando alguém oferecer uma chance.

Boa sorte então para todos nós, mas lembrando que as escolhas são nossas.



Conjuntura Internacional Agosto

A situação na China continua inalterada: fraca demanda interna e dependência do crescimento contínuo das exportações para compensar a degradação também sequencial do setor de construção civil. A meta do crescimento do PIB de 5% parece ao mercado cada vez mais improvável e, por conta disso, é esperado que o governo continue a esteira de medidas de estímulos, como cortes de juros de hipotecas, afrouxamento do crédito e estímulos fiscais pontuais.

Enquanto isso, vemos que o minério de ferro continua sua forte deterioração, cerca de 30% de queda neste ano, em sintonia com o movimento do preço dos imóveis chineses, já abordado em Resenhas anteriores e que tem contribuído para a debilidade do setor siderúrgico e o excesso de capacidade. O petróleo também segue na mesma direção independentemente do risco geopolítico no Oriente Médio, notadamente envolvendo o Irã.

Atualmente vemos que o *quantitative tightening* (aperto monetário) promovido pelo Fed de fato tem sido bem-sucedido no sentido de retornar boa parte das *commodities* a patamares similares ao preço pré-COVID. Sabemos que ele não agiu sozinho e a queda das *commodities* também pode ser explicada pela redução da demanda chinesa e a absorção crescente de liquidez pelos déficits fiscais governamentais. Na parte inicial da Resenha ilustramos o desempenho das *commodities*.

Na economia americana, tudo se desenha para um pouso suave. A inflação americana está bem-comportada, com os núcleos anualizados já próximos à meta de 2%, meta da inflação do Fed. Com os relatórios de empregos americanos também arrefecendo, mas na intensidade adequada, a economia caminha bem para os cortes de juros sequenciais. O equilíbrio do *soft landing* (pouso suave que todos desejam em qualquer viagem aérea) é muito frágil e, de tempos em tempos, o mercado duvida que ele irá acontecer, seja por um dado de inflação mais forte ou um relatório de emprego fraco demais. De qualquer forma, essa balança atualmente está muito bem equilibrada, principalmente com o arrefecimento das *commodities* que ajudam muito o lado da inflação e a menor pressão dos salários quando o mercado de trabalho se encontra desequilibrado para o lado da demanda.

A bolsa americana no pós-COVID se aproveitou de um grande movimento de crescimento nos lucros de suas empresas e, conseqüentemente, dos múltiplos, por conta da presunção de perpetuação desse crescimento pelo mercado. Com o arrefecimento do crescimento econômico americano e a entrada da fase de maturação do ciclo de investimentos por parte das empresas de tecnologia, que deve demorar um tempo razoável, é pouco provável que as empresas americanas sigam crescendo no mesmo ritmo anterior. Há grande preocupação do mercado sobre a curva de adoção da inteligência artificial pela população/empresas não se casar com o ritmo dos investimentos das grandes empresas de tecnologia. Um exemplo da dinâmica de crescimento embutido nos *valuations* (busca do valor justo das empresas) foi a reação do mercado ao dado de demanda de semicondutores do mês de agosto. Apesar das projeções ainda indicarem forte crescimento para esse ano e o próximo, um dado mensal ruim já foi suficiente para causar uma queda diária de 3% na NASDAQ e 8% na Nvidia.



Uma vez que boa parte das empresas não siga obtendo crescimentos tão acelerados, há boas chances de uma parte do fluxo buscar novos investimentos em outros mercados. Seguimos aguardando os cortes de juros americano, que serão, junto com o arrefecimento das teses de tecnologia, os grandes sinais para o possível catalisador de fluxo forte de capital estrangeiro aos mercados emergentes, além de alívio na pressão sobre a alta da Selic no Brasil. Também poderá estimular maior alocação em renda variável pelo segmento institucional local. O crescimento do PIB do Brasil acima do esperado poderá melhorar marginalmente também a questão fiscal doméstica pelo lado da arrecadação. Para os estrangeiros, o crescimento do PIB é um importante sinalizador para se investir nos países com esta dinâmica econômica. PIB que cresce aumenta lucros corporativos criando um círculo virtuoso para o mercado.

Ano que vem se espera que a Zona do Euro finalmente saia da dinâmica de estagflação e volte a crescer perto de 1,5%, com a inflação perto da meta. Isto poderá compensar globalmente a possível desaceleração dos EUA para o ano que vem, lembrando ainda que haverá um novo governo. Este poderá adotar medidas para fomentar a economia dentro das promessas de campanha eleitoral, especialmente se Donald Trump for eleito.

O FMI estima que a economia global crescerá 3,2% esse ano e 3,3% ano que vem, ou seja, mantendo a atual velocidade de cruzeiro, sem sobressaltos. A recuperação da economia europeia somada à pré-compra de caminhões nos EUA por conta de uma troca de regulação dos motores em 2027, poderá garantir um excelente ano de 2025 para o setor, além de eventuais estímulos e investimentos do governo em infraestrutura que demanda veículos *off-road*. A grande dúvida neste segmento são as máquinas agrícolas que dependem de investimentos dos produtores rurais e estes dependem de preços. Estima-se que a pré-compra de caminhões nos EUA comece próximo ao 2º trimestre do ano que vem e vá aumentando até atingir o pico em 2026.

Vale comentar também sobre a situação no México. O atual governo está defendendo uma polêmica reforma judiciária, já aprovada parcialmente, que institui eleição de juízes. Os EUA são fortes críticos dessa reforma, já que dizem que pode tornar juízes suscetíveis a pressões políticas e há grande preocupação do mercado sobre a segurança jurídica do país, especificamente sobre os direitos à propriedade. Estão ocorrendo muitos conflitos diplomáticos entre os EUA/Canadá e o México por conta disso, e essa reforma é uma das explicações pelas quais a desvalorização do peso mexicano é contínua desde a eleição da maioria do congresso mexicano favorável ao governo. Tal preocupação causou uma súbita desvalorização no peso mexicano após as eleições presidenciais em 2 de junho deste ano, acumulando 17,5% no ano, sendo, 17,2% após as eleições. Para a Tupy, é muito positivo, pois em 5 anos o peso mexicano se desvalorizou apenas 2,5%, comparado com a inflação de 28,5% neste período (índice IPC de inflação). Com duas unidades no México e com receitas em dólar, a recente desvalorização do peso mexicano trará resultados bem melhores no país, já que a valorização do peso nos últimos 5 anos antes das eleições, havia corroído a rentabilidade no país, considerando a inflação nestes anos.

Câmbio Dólar/Peso Mexicano



19.9215 +0.1346 (+0.6801%)

As of 9:34 PM GMT+1. Market Open.



Fonte: Yahoo Finance

O mês de agosto foi positivo para os mercados de ações globais dada a probabilidade cada vez maior de ocorrer o *soft landing* nos EUA, com a aguardada redução de juros americanos cada vez mais próxima. O índice NASDAQ subiu +0,65%, o índice Hang Seng (Hong Kong) +3,7%, o índice S&P 500 +2,3% e o índice Euro Stoxx 50 subiu 2,4%.

Conjuntura Nacional

Em agosto, o índice Ibovespa apresentou uma alta de 6,5%, marcando o terceiro mês consecutivo de valorização e o quarto mês do ano com retorno positivo, com uma contribuição relevante dos investidores estrangeiros. No acumulado do ano, o índice mostra pela primeira vez um retorno positivo, com valorização de 1,4%. O índice SMLL (*small caps*) também teve uma recuperação no mês, encerrando com alta de 4,5%, embora ainda acumule um retorno negativo de 9,7% no ano. Entre os destaques positivos do Ibovespa no mês, o setor financeiro que novamente se destacou, seguido por um bom desempenho do setor de óleo e gás. Não houve um setor específico como grande detrator, mas observou-se uma performance relativamente mais fraca nos setores de mineração e consumo. No índice SMLL, a Ambipar roubou a cena e continuou seu movimento atípico, contribuindo de forma expressiva, enquanto IRB e Marcopolo também se destacaram positivamente.

Em agosto, registramos novamente uma entrada líquida de recursos estrangeiros na bolsa de valores, segundo mês consecutivo no ano. A entrada de recursos estrangeiros foi de R\$ 10 bilhões, embora o saldo acumulado do ano ainda esteja negativo em R\$ 26,5 bilhões. Em contraste com esse fluxo positivo, os investidores institucionais retiraram um volume significativo de recursos no mês, totalizando R\$ 16,5 bilhões, já somando vendas líquidas de R\$ 21,2 bilhões no ano, ou seja, 78% representado apenas pelo mês de agosto.

Como mencionado na última resenha, a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do BC, realizada em 31 de julho, decidiu manter a taxa básica de juros em 10,50% ao ano. Para a próxima reunião, marcada para os dias 17 e 18 de setembro, as expectativas do mercado estão divididas: entre um aumento de 25 ou 50 pontos-base. A maioria dos agentes do mercado, no entanto, preveem um aumento continuado na



taxa básica de juros, em contraste com as expectativas do início do ano, que previam uma queda contínua da Selic ao longo de 2024 e encerramento do ano em um único dígito. Como já comentamos várias vezes, o mercado tem um índice próximo a zero em suas previsões econômicas. Quem se guia pela bússola defeituosa poderá ter problemas na sua navegação. O mesmo de seu deu em relação ao PIB.

Embora o consenso de mercado previsse um crescimento de 0,75% no PIB este ano, nossa economia exibiu um crescimento de 2,5% em junho, tendo por base os últimos 12 meses, colocando o Brasil em sexto lugar em termos de crescimento no G20. Índia, Indonésia, China, Rússia e EUA ficaram na nossa frente, com a Turquia empatada conosco. Destaque ao BRICs, com 4 de seus membros entre as economias de maior crescimento no G20. Em seu último relatório, o Banco Mundial destacou Brasil e México como destaques na confiança empresarial.

Em agosto, Gabriel Galípolo, atual Diretor de Política Monetária do BC, foi oficialmente indicado pelo Presidente Lula para assumir a presidência da instituição a partir do próximo ano. A nomeação, que já era 100% esperada pelo mercado, foi recebida de forma neutra, especialmente devido às recentes declarações firmes de Galípolo, que reafirmaram o compromisso do Copom em aumentar a taxa de juros, se necessário, mantendo uma coesão entre os participantes do comitê.

Como os principais motivos de preocupação para o (BC), foram citados a valorização do dólar e o aumento dos gastos públicos que impactam diretamente as expectativas de inflação para o ano. Desta forma, o BC destacou que não hesitará em aumentar a taxa de juros, caso necessário, para garantir que a inflação convirja para a meta estabelecida. No mês de agosto o dólar apresentou uma leve desvalorização de 0,36% frente ao real, apesar de ainda acumular no ano uma alta de 16,1%.

Diante deste cenário, como já discutido nas últimas Resenhas, e desde o início da gestão de seus fundos, a Trígono concentra a maior parte de suas posições em empresas exportadoras ou em companhias cuja receita está fortemente associada ao dólar, seja por operarem no exterior ou por meio da exportação ou terem seus preços referenciados em dólar. Desde 2018 as incertezas vão se alternando e o câmbio é um seguro contra eventos políticos, econômicos e inesperados, como a Covid, típico Cisne Negro do *best seller* escrito por Nassim Taleb. No Brasil, especialmente, eles surgem continuamente, e poderiam ser considerados cisnes brancos, embora raros no Brasil, podemos encontrá-los em muitos lugares.

Dessa forma, estamos protegidos contra uma possível desvalorização do real, causada por questões de política externa ou incertezas fiscais no país. Além disso, priorizamos empresas com baixa alavancagem, muitas vezes com caixa líquido (vide mais à frente no comentário das empresas), o que nos permite não depender exclusivamente da redução da taxa básica de juros para que essas empresas melhorem seus resultados.

Quanto aos dados econômicos nacionais, a taxa de desemprego em julho foi de 6,8%, em linha com as estimativas do consenso. Segundo dados do CAGED, houve uma criação líquida de 188 mil vagas com carteira assinada em julho. Já o IPCA-15 de agosto registrou +0,19% em relação ao mês anterior, também em linha com o consenso.



Dados da Fenabrave em relatório mensal de emplacamentos de veículos mostraram mais um recorde mensal de vendas de veículos em agosto. Os emplacamentos de veículos leves e comerciais apresentaram uma alta de 13,4% no comparativo anual de agosto e, no acumulado do ano, a alta é igualmente de 13,4%. Caminhões apresentaram uma alta de 26,4% no comparativo mensal, e de 15,5% no acumulado do ano, evidenciando uma aceleração nas vendas, mesmo com o agronegócio mais fraco e juros ainda bastante elevados.

Segmentos	2024	2024	2024	2023	2023	Variação		
	Ago (A)	Jul (B)	Acumulado (C)	Ago (D)	Acumulado (E)	(A)/(B)	(A)/(D)	(C)/(E)
A) Autos	170.995	178.045	1.197.812	153.466	1.063.574	-3,96 ▼	11,42 ▲	12,62 ▲
B) Com. Leves	52.201	49.247	329.616	43.398	283.416	6,00 ▲	20,28 ▲	16,30 ▲
A + B	223.196	227.292	1.527.428	196.864	1.346.990	-1,80 ▼	13,38 ▲	13,40 ▲
C) Caminhões	11.303	11.081	77.828	8.944	67.368	2,00 ▲	26,38 ▲	15,53 ▲
D) Ônibus	2.885	2.960	17.181	1.870	17.052	-2,53 ▼	54,28 ▲	0,76 ▲
C + D	14.188	14.041	95.009	10.814	84.420	1,05 ▲	31,20 ▲	12,54 ▲
Subtotal	237.384	241.333	1.622.437	207.678	1.431.410	-1,64 ▼	14,30 ▲	13,35 ▲
E) Motos	163.882	156.810	1.253.627	142.713	1.045.483	4,51 ▲	14,83 ▲	19,91 ▲
F) Impl. Rod.	7.685	7.860	60.228	8.554	58.004	-2,23 ▼	-10,16 ▼	3,83 ▲
Outros	13.918	13.741	94.127	12.539	85.009	1,29 ▲	11,00 ▲	10,73 ▲
Total	422.869	419.744	3.030.419	371.484	2.619.906	0,74 ▲	13,83 ▲	15,67 ▲

Fonte: Fenabrave

Como discutido nas resenhas anteriores, os dados da Fenabrave continuam a confirmar a recuperação da produção e das vendas na indústria automotiva. Após a divulgação dos dados de agosto, o guidance de vendas foi mantido, o que sugere que poderá haver uma aceleração das vendas no período de setembro a dezembro de 2024 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Isso indica que o bom desempenho do setor deve continuar ao longo do segundo semestre.

Na Trógon, estamos expostos a empresas que atuam no segmento automotivo, notadamente pesados, como Tupy, Riosulense, METAL LEVE e Schulz, que estão bem-posicionadas para aproveitar essa fase positiva do setor. Além disso, essas empresas possuem uma estrutura de capital sólida e ampla capacidade para aumentar seus investimentos ou distribuir dividendos, de acordo com seus planos estratégicos. O programa Mover – Mobilidade Verde, buscando a descarbonização do setor de transportes, e Depreciação Acelerada, são elementos catalisadores para o desenvolvimento deste setor, reduzindo o custo de capital dos investimentos e que atraiu R\$ 130 bilhões de investimentos já anunciados pela indústria automobilística, embora novos investimentos ainda estejam a caminho. Ainda nesta direção, o Senado Federal aprovou a criação de programas nacionais de combustíveis sustentáveis de aviação (SAF), de diesel verde e biometano, incluindo o aumento da mistura de etanol à gasolina e de biodiesel ao diesel.



Desempenho dos Fundos

análise das principais investidas - Agosto de 2024

Kepler Weber (KEPL3)

O Silo do Brasil, e Brasil, o silo do mundo

Sobre os números: quem acompanha a Kepler Weber (KW) sabe que o 1º semestre e, mais especificamente, o 2º trimestre são os mais “fracos” em termos de receitas e resultados. O período de janeiro a junho costuma concentrar 40% da receita anual. É o período em que o produtor está colhendo sua safra e os silos já precisam estar prontos para receber os grãos.

Com uma carteira robusta, que vem sendo montada desde o ano passado, cooperativas, agroindústrias e portos têm sido os destaques. A receita líquida do 2º trimestre cresceu 16,6% (para R\$ 328 milhões) sobre um ano antes, e o lucro líquido avançou 11% (R\$ 37 milhões no 2T24 e R\$ 89 milhões no semestre). Exceto por Peças e Reposição, todos os segmentos cresceram (naquele, apesar da queda da receita – reflexo do aço mais barato –, houve avanço de 8% na base de clientes atendida).

A alavancagem operacional menor é explicada pelo aumento de 6,5 pontos percentuais na alíquota efetiva do IR (em razão da lei 14.789/23). A alteração mantém os benefícios do ICMS na planta de Campo Grande (MS), mas exclui o benefício da menor alíquota do IR e da contribuição social.

A posição de caixa segue robusta e reforçada: com R\$ 150 milhões do IFC (prazo de 7 anos e carência de 2 anos), atingiu R\$ 513 milhões (sendo R\$ 420 milhões de liquidez imediata, se descontada a dívida de curto prazo). O caixa líquido está em R\$ 225 milhões – um dos maiores desde que o bônus de subscrição foi convertido, em 2021. Essa conversão foi fruto do modelo de negócios que requer baixíssima necessidade de capital de giro (ROIC de 43,5% nos últimos 12 meses, um dos menores da B3).

A foto atual da Kepler evidencia uma sobra de capital para potencialmente recomprar ações (em execução), pagar proventos e eventualmente fazer pequenas aquisições que reforcem suas soluções pós-colheita (caso da Procer).

Em R\$ milhões

Kepler	2020	2021	2022	2023	2T24-UDM
Receita Líquida	671	1.226	1.815	1.512	1.616
EBITDA ajustado	109	241	568	327	354
EBITDA Margem	16,2%	19,7%	31,3%	21,6%	21,9%
Lucro Líquido	68	160	386	245	250
Margem Líquida	10,1%	13,0%	21,3%	16,2%	15,4%

1S22	1S23	1S24	Δ 1S24/1S22	Δ 1S24/1S23
798	604	708	-11%	17%
247	128	155	-37%	21%
31%	21%	22%		
158	85	89	-43%	5%
20%	14%	13%		

Caixa	289	132	338	355	513
Dívida Total	-79	-57	-167	-195	-288
Caixa (dívida liq.)	210	75	171	160	225
Valor de Mercado	1.000	1.410	1.767	1.850	2.038
EV	790	1.335	1.596	1.690	1.813

P/L	14,8	8,8	4,6	7,6	8,2
EV/EBITDA	7,3	5,5	2,8	5,2	5,1

Acesse a live: [Trígono Connection: Análises e insights sobre a performance do 2º trimestre das empresas investidas!](#)



O que vem pela frente?

A KW está diretamente ligada ao pujante agronegócio brasileiro – com um bônus: o setor tem um déficit de armazenagem legado de 90 milhões de toneladas de grãos. Só para suprir esse déficit serão necessários investimentos da ordem de R\$ 90 bilhões. A Kepler pretende dobrar de tamanho em 5 anos e este déficit, além do crescimento da produção de grãos no país, novos produtos e pequenas aquisições serão o caminho. Com baixa necessidade de investimentos e alavancagem operacional robusta (resultado do *lean manufacturing*), o reflexo disso no lucro pode ser significativo.

A diretoria confia em que 2024 possa ser o 2º melhor ano da história da companhia. Isso, claro, vai depender da composição da carteira de pedidos ao longo do 3º trimestre. Sobre investimentos: parte é financiada com incentivos fiscais de ICMS concedidos pelo Rio Grande do Sul, como se deu com a unidade de pintura a seco inaugurada em 2023.

O PCA (parte do Plano Safra alocado para silos e armazéns) de R\$ 7,8 bilhões para a safra 2024/25, deve continuar dando robustez aos pedidos. Desse montante, 50% chegam à ponta – mas neste ano, com prazo de 8 anos para pagar (eram 12 no ano passado). Boa parte dos recursos a serem liberados estão com BNDES e BB. Há ainda um limitador de R\$ 200 milhões para cooperativas (antes, R\$ 50 milhões). O conjunto desse ano é mais animador para o Plano Safra 24/25 do que em edições passadas.

A venda da norte-americana GSI pelo grupo AGCO para uma gestora de private equity americana por US\$ 700 milhões (múltiplo de 8,4x EV/EBITDA) escancarou o desconto da KW na bolsa: 5,1x nos últimos 12 meses! Sem contar que a Kepler está no mercado que mais cresce no mundo e tem a seu favor toda a deficiência brasileira em armazenagem. Já a GSI tem 85% do seu faturamento de US\$ 1 bilhão em mercados maduros, ou seja, não há para onde expandir a produção de grãos: a infraestrutura de silos existentes é adequada.

Líder no pós-colheita, o portfólio da KW deve ficar cada vez mais completo para atender as necessidades de armazenagem do produtor. O pós-venda conta com novos produtos, como Biocav (alimentador de cavaco), silos bolsa (complemento para armazenagem e solução paliativa que indica produtores que futuramente virão investir em silos metálicos) e balança de fluxo.

Outro caminho bastante animador à frente: portos. O potencial é muito grande – os terminais devem receber investimentos da ordem de R\$ 76 bilhões até 2026, e é o agro que puxa boa parte desse aporte. Investimento em silos de maior capacidade serão necessários. Enquanto o silo na fazenda dá 2 giros ao ano, na Agroindústria os giros podem chegar a 10 no ano – e em portos, são 10 giros ao mês!

Como se vê, não há como exagerar a extrema importância da plena operação dos terminais. São necessários serviços de fornecimento de peças e reposição 24 horas por dia, sete dias por semana, e vejam só, a KW já dispõe disso. Mesmo as vendas do segmento de R&S podem ser alavancadas. Com aquele número de giros, a atividade nos terminais gera desgaste dos silos, o que (exatamente!) requer constantes manutenções preventivas e corretivas.



Para finalizar, vemos um maior potencial de dividendos. Dados a baixa necessidade de investimentos e um *payout* de 60% (levando em consideração os R\$ 250 milhões de lucro dos últimos 12 meses), temos um *dividend yield* estimado de pelo menos 7,5%, e isso apenas olhando resultados passados. Apesar de não ter receita dolarizada, todos os clientes e preços de grãos estão de certa forma associados ao dólar (como soja e milho), o que faz o agronegócio acelerar em momentos de desvalorização cambial (como o atual).

Schulz (SHUL4) Tudo azul em céu de brigadeiro

Sobre os números: após um início de ano mais "fraco", uma vez que 2023 foi forte como foi, a Schulz voltou à normalidade, com bons resultados e crescimento. A receita líquida avançou 4,4%, puxada pelo crescimento na produção de caminhões (41%, no acumulado do ano até agosto). Mas houve o recuo de 21,4% do mercado de máquinas agrícolas no 2T24 (dados da Anfavea).

O EBITDA avançou 16,1%, totalizando R\$ 101 milhões; e o lucro líquido cresceu 12,9% sobre um ano antes, para R\$ 70,5 milhões. São dois importantes aumentos em relação à receita: refletem diretamente os investimentos em automação em todo o parque fabril, a expansão de 36% na linha de freios (tem melhores margens) e agregação de valor nos produtos, em especial na divisão de compressores. E há um bom espaço para repassar custos.

O caixa líquido segue avançando trimestre a trimestre: atingiu R\$ 188 milhões (ante R\$ 152 milhões no fim de 2023) e só não foi maior porque R\$ 80 milhões foram pagos como proventos de janeiro a junho. Ótimo para nossos fundos, que são acionistas.

Nos últimos 10 trimestres (dois anos e meio), a companhia saiu de uma dívida líquida de R\$ 482 milhões para o caixa líquido atual. Trata-se de uma geração de caixa livre de nada menos que R\$ 690 milhões. Se somarmos R\$ 242 milhões de dividendos pagos no período, mais R\$ 253 milhões investidos em melhoria fabril, chegamos a R\$ 1,2 bilhão de valor criado pelo negócio! Em dois anos e meio, exatos 50% do valor de mercado atual da companhia. São números para comemorar com rojões e champanhe!

A Schulz é ainda um exemplo de negócio com foco em EVA, sempre em busca da máxima geração de valor para seus acionistas.

Em R\$ milhões

Schulz	2020	2021	2022	2023	2T24-UDM
Receita líquida	1.060	1.706	2.093	1.926	1.912
EBITDA ajustado	187	292	438	368	356
EBITDA Margem	17,6%	17,1%	20,9%	19,1%	18,6%
Lucro Líquido	142	193	270	278	271
Margem Líquida	13,4%	11,3%	12,9%	14,4%	14,1%

1S22	1S23	1S24	Δ 1S24/22	Δ 1S24/23
947	977	963	2%	-1%
161	194	182	13%	-6%
17%	20%	19%		
91	138	131	44%	-5%
10%	14%	14%		

Caixa	443	448	653	838	965
Dívida Total	-688	-930	-839	-686	-777
Caixa (dívida liq.)	-245	-482	-186	152	188
Valor de Mercado	1.206	1.519	1.625	2.420	2.371
EV	1.451	2.001	1.811	2.268	2.183

P/L	8,5	7,9	6,0	8,7	8,8
EV/EBITDA	7,8	6,8	4,1	6,2	6,1



Acesse a live: [Trigono Connection: Resultados de importantes investidas e mais: quais são os 7 erros do investidor?](#)

O que vem pela frente?

Com caixa de R\$ 965 milhões e 1,6x o passivo circulante de R\$ 584 milhões, em termos de capitalização a companhia vai muito bem, obrigado. Tudo isso abre caminho para eventuais novos ciclos de investimentos. Claro, isso depende das condições de mercado. Ou seja: "tem que combinar com os russos".

A Schulz tem dois terrenos (um, de 60 mil m²; outro, de 25 mil m²) anexos à matriz, destinados à expansão das fábricas. A companhia planeja operar sempre próximo da sua capacidade máxima, mas uma expansão de fato só virá quando a demanda for sólida o suficiente para justificar o investimento (que segue o planejamento de longo prazo das montadoras atendidas).

Na divisão automotiva, as avenidas de crescimento estão no ganho de novos contratos com as grandes montadoras de pesados, ajudado pelas premiações globais recebidas nos últimos anos (John Deere, Grupo PACCAR e outros). Prêmios resultam não só em novos contratos como abrem as portas para fornecer produtos às diversas filiais e matrizes das principais montadoras mundo afora.

Há grandes oportunidades de crescimento no mercado externo. Este representa hoje apenas 22% da receita total, exportados para UE e EUA, para caminhões pesados classe 8 e máquinas *off-road* (não incluídas nas restrições de conteúdo local do USMCA). Um subsegmento dentro da divisão automotiva que segue a todo vapor, e que deve continuar a ganhar espaço, é a linha de reposição voltada a veículos pesados, com foco na linha de freios. Eis aí um mercado de nada menos que R\$ 1 bilhão.

Sobre a divisão de compressores: como o mercado já está consolidado, a Schulz deve cada vez mais buscar a agregação de valor à sua linha de produtos, como a de Compressores SRP 5000 com motor de ímã permanente (o que reduz em até 50% o consumo de energia). Também há o Schulz Rental, para locação de compressores de parafuso isentos de óleo, voltado para indústrias em geral. Na Schulz of America, o foco está em ampliar os canais de distribuição para alcançar um mercado maior nos EUA.

Para fechar, a compra da Janus & Pergher coloca a companhia em equipamentos de geração de gases industriais e hospitalares. Há grandes sinergias a buscar, uma vez que o objetivo é a exclusividade no uso de compressores Schulz nas soluções. O valor é de R\$ 10 milhões (sem grandes impactos, portanto, na estrutura de capital da Schulz).



São Martinho (SMT03) Referência em manejo e tecnologia agrícola

Sobre os números: com ano fiscal diferente (encerra-se em março, no ritmo da safra da cana-de-açúcar), a São Martinho entregou um 1º trimestre de 2025 (abril a junho) bem resiliente, mesmo em um mercado volátil. A moagem no período foi muito forte, 21% maior que a de um ano antes. O destaque foi a alta na produção de açúcar, cerca de 26,4% sobre o 1T23. O EBITDA avançou 21% na comparação anual, por conta dos melhores preços do açúcar e do volume 58% maior de etanol. No ano passado a companhia havia estocado um volume maior para venda no final da safra (cerca de 40% do ATR-açúcar total recuperável na última safra foi comercializado no 4T24).

Para os próximos trimestres, o mix de etanol vai melhorar, com a venda de mais etanol produzido em Goiás (faz jus ao benefício fiscal Produzir), volume maior destinado à exportação e um volume maior de anidro. O preço médio de venda e o aumento de preços do etanol podem ser benéficos, além de uma redução no custo-caixa, especialmente no etanol de milho pela queda no preço do milho e já atingindo capacidade plena.

Assim como outra investida (Tupy), o resultado líquido foi afetado por instrumentos derivativos. Aqui cabe um parêntese: em trimestres de forte oscilação do câmbio e da curva de juros (como foi o trimestre de abril a junho), a variação desses derivativos se faz sentir em companhias com algum tipo de *hedge* ou dívida dolarizada, desde que não façam *hedge accounting* (variação a mercado dos contratos ficam no balanço, não transitando na DRE no demonstrativo de resultados).

No caso da São Martinho, o efeito foi de R\$ 146 milhões (não-caixa) em razão de contratos de *swap* da dívida de longo prazo da companhia de IPCA (junto ao BNDES, CRA e debêntures) para CDI, devido à oscilação de ambos os indexadores. Eis o que explica (em parte, ao menos) o lucro líquido menor. A dívida líquida, de R\$ 4 bilhões, cresceu em cerca de R\$ 700 milhões sobre o ano societário encerrado em março, mas com efeitos sazonais. Ao longo da colheita da safra, a companhia opera com estoque elevado, especialmente de etanol, normalizando no último trimestre do ano-safra.

Com valor de mercado de R\$ 9 bilhões (já descontados os quase R\$ 300 milhões de ações em tesouraria), a São Martinho negocia em um de seus menores patamares de múltiplos históricos (ilustração abaixo) e muito descontada em relação ao custo de seus ativos industriais e agrícolas. Apenas os 55 mil hectares de terras próprias já valem cerca de R\$ 6,3 bilhões (ou 70% do valor de mercado atual da companhia), e isso sem contar o parque industrial (4 unidades) e toda a cana plantada pela empresa (a R\$ 20 mil/ha, temos aí cerca de R\$ 5,5 bilhões só relativo à reposição dos canaviais).



Em R\$ milhões

São Martinho	mar/21	mar/22	mar/23	mar/24	1T25-UDM
Receita Líquida	4.322	5.765	6.643	6.922	7.224
EBITDA ajustado	2.188	3.142	3.356	3.070	3.185
EBITDA Margem	50,6%	54,5%	50,5%	44,4%	44,1%
Lucro Líquido	927	1.481	1.016	1.476	1.362
Margem Líquida	21,4%	25,7%	15,3%	21,3%	18,9%

1T23	1T24	1T25	Δ 1T25/23	Δ 1T25/24
1.707	1.353	1.655	-3%	22%
876	557	672	-23%	21%
51,3%	41,2%	40,6%		
227	220	106	-53%	-52%
13,3%	16,3%	6,4%		

Caixa	1.364	2.984	3.117	3.222	3.502
Dívida Total	-4.066	-5.892	-6.624	-6.547	-7.537
Caixa (dívida liq.)	-2.702	-2.908	-3.507	-3.325	-4.034
Valor de Mercado	11.942	15.365	13.328	10.731	9.039
EV	14.644	18.273	16.835	14.056	13.073

P/L	12,9	10,4	13,1	7,3	6,6
EV/EBITDA	6,7	5,8	5,0	4,6	4,1

[Acesse a live: Trígono Connection: Resultados de importantes investidas e mais: quais são os 7 erros do investidor?](#)

O que vem pela frente?

Para os próximos trimestres, há dois fatores de melhora a se esperar nos resultados:

- i) expectativa de aumento nos preços do etanol, com o hidratado 8% acima do valor de fechamento do último trimestre; e
- ii) custo menor do etanol de milho, com preço da saca adquirida caindo de R\$ 65 para R\$ 51 (o que pode adicionar entre R\$ 200 milhões e R\$ 250 milhões ao EBITDA nos próximos três trimestres).

O ponto negativo são os incêndios, que atingiram 20 mil hectares da São Martinho, reduzindo a produção de açúcar em 110 mil toneladas. Isso será compensado pela produção maior de etanol, pois a cana queimada não tem qualidade para boa cristalização do açúcar. Também haverá um custo de R\$ 70 milhões para recuperar o canavial afetado, como replantio da área já cortada em fase de rebrota, e da área queimada. Como o açúcar está atualmente mais rentável, esse efeito é marginalmente negativo.

No entanto, a alta de cerca de 7% nos preços internacionais do açúcar após os incêndios (estão em curso, aliás, investigações sobre possível origem criminosa) e a oferta conseqüentemente menor (uma vez que usinas foram atingidas) poderão manter os preços num patamar acima do que seria normal. Isso compensaria o mix mais pobre e os custos adicionais. A estiagem em curso, bastante severa, deverá contribuir para uma quebra de safra acima das expectativas do mercado, o que deve sustentar os preços.

Com estrutura de capital saudável e dívida baixa, não vemos investimentos transformacionais para a São Martinho num futuro próximo. Vemos, sim, alguns investimentos complementares, que aos poucos vão adicionar resultados, principalmente em redução de custos e receitas complementares.



Por exemplo:

- Possibilidade de dobrar a planta de etanol de milho em Quirinópolis (GO);
- Potencial fábrica de açúcar na Usina Boa Vista, em Quirinópolis. Não é tão simples, pois seria necessário migrar parte da cana voltada à produção de etanol. Os preços, portanto, teriam que se manter elevados, dado o elevado CAPEX que uma planta de açúcar exige. O etanol de cana, por sua vez, deixaria de contar com um incentivo fiscal importante concedido pelo governo goiano na unidade;
- Planta de biometano no valor de R\$ 250 milhões está na metade de sua construção. Vai diversificar os resultados, e, concluída, há potencial de anúncio de outras. Ela contribui diretamente para a transição energética, pois o biometano é produzido pela biodigestão da vinhaça. Se substituir o diesel em caminhões ou máquinas agrícolas, custos de combustível devem cair, com geração de mais CBIOs (crédito de carbono);
- A São Martinho vem implementando colhedoras de duas linhas, máquinas da John Deere (Schulz inside). A tecnologia da colhedora de duas linhas torna o processo mecanizado da colheita mais produtivo (em 25%, em relação à colhedora de uma linha), o que se traduz em consumo quase 20% menor de diesel. A troca deve chegar a quase 70% de suas colhedoras nos próximos anos.

Tupy (TUPY3)

“Nova Tupy” começa a mudar as regras do jogo (*game change*)

Sobre os números: para quem olha apenas a última linha, como se olhasse para uma fotografia *polaroid*, os resultados da Tupy deixaram a desejar. Quem olha o filme completo, no entanto, não poderia estar mais animado após o 1º semestre da companhia (em especial o 2º trimestre).

Os três meses de abril a junho, se perguntarem o que achamos, foram um divisor de águas entre a velha e a “Nova Tupy”. A receita de R\$ 2,8 bilhões foi 5% menor que a de um ano antes, o que se explica pelo ano de acomodação no mercado dos EUA. Mas o EBITDA ajustado avançou 18,9%, totalizando R\$ 395 milhões, com margem de 14% em um momento de menores volumes. Este incremento se deve:

- às iniciativas de recomposição de preços junto às montadoras;
- às sinergias com a Teksid; e
- aos bons números da MWM, especialmente no segmento de geradores.

Não fosse pela queda de volume em relação a 2023, o EBITDA seria R\$ 80 milhões maior. Para 2025 e 2026 são esperadas vendas melhores por conta de um movimento de pré-compra nos EUA, já sinalizado pelos clientes à própria Tupy. Em 2027 entram em vigor novas regras, mais rígidas, de controle de emissões veiculares. Algo parecido com o Proconve 8 (equivalente ao Euro 6), que eleva os preços dos veículos entre 15% e 25% devido ao conteúdo tecnológico embarcado, novos propulsores e filtros.



Apenas como hipótese: se anualizarmos o EBITDA ajustado do 2º trimestre, temos cerca de R\$ 1,6 bilhão, ou 4x o EV/EBITDA atual. O potencial de alavancagem operacional é muito grande em uma indústria de capital intensivo como a Tupy, que tem custos fixos elevados. Aumentos de rentabilidade como estes podem ser relevantes na última linha.

“Mas por que ainda não vimos este reflexo no lucro?”, alguém pode perguntar.

O lucro líquido de R\$ 18 milhões (ante R\$ 62 milhões no 2T23) foi diretamente impactado por efeitos de uma operação de *hedge* que gerou despesas financeiras de R\$ 143 milhões (marcação a mercado, sem efeito-caixa imediato) e R\$ 25 milhões em operações liquidadas. Foram compensadas (em parte), no entanto, por R\$ 53 milhões decorrentes da alta do dólar nas contas do balanço patrimonial. O efeito líquido negativo foi, portanto, de R\$ 115 milhões. Lembrando que a liquidação de boa parte desses contratos de *hedge* acontece agora no 3º trimestre. Com o dólar tendo fechado o 2º trimestre em R\$ 5,56, não deve haver grandes impactos nesta linha. O período de julho a setembro é o mais forte para a indústria automotiva em geral.

Mesmo com lucro menor, a linha de impostos foi de R\$ 53 milhões negativos, devido a impostos recolhidos no México (que tem a base de cálculo diferente do Brasil).

A Tupy já está habilitada ao MOVER - Mobilidade Verde, podendo fazer jus a benefícios fiscais relacionados aos (muitos) projetos de mobilidade verde. No ano até aqui, o real e o peso mexicano recuaram, respectivamente, 12,4% e 14,3% frente ao dólar. O câmbio neste patamar terá efeitos diretos e positivos no operacional da companhia, que apresenta cerca de 70% da receita dolarizada e boa parte dos custos divididos entre peso e real, nossa moeda.

O 3º trimestre já trará os efeitos da forte desvalorização das duas moedas. O peso sofreu um baque no pós-eleições presidenciais de 3 de junho, queda de 16% só no próprio mês da eleição.

Em R\$ milhões

Tupy	2020	2021	2022	2023	2T24-UDM
Receita líquida	4.258	7.083	10.178	11.368	11.001
EBITDA ajustado	605	878	1.268	1.265	1.320
EBITDA Margem	14,2%	12,4%	12,5%	11,1%	12,0%
Lucro Líquido	-76	203	502	517	440
Margem Líquida	-1,8%	2,9%	4,9%	4,5%	4,0%

1S22	1S23	1S24	Δ 1S24/22	Δ 1S24/23
4.893	5.770	5.403	10%	-6%
659	648	703	7%	9%
13%	11%	13%		
254	207	130	-49%	-37%
5%	4%	2%		

Não Recorrentes	2020	2021	2022	2023	2T24-UDM
Efeito hedge					-168

1S22	1S23	1S24
		-168

Tupy	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Caixa	1.364	1.272	1.510	1.604	2.497
Dívida Total	-2.226	-2.611	-3.520	-3.804	-4.930
Caixa (dívida liq.)	-862	-1.339	-2.010	-2.200	-2.433
Valor de Mercado	3.037	2.934	3.910	4.187	4.010
EV	3.899	4.273	5.920	6.387	6.443

P/L	(39,9)	14,5	7,8	8,1	9,1
EV/EBITDA	6,4	4,9	4,7	5,0	4,9



O que vem pela frente?

Aqui os *drivers* de crescimento e as iniciativas são tantos que, para não estender muito o texto, ficaremos mais nos *highlights*:

Flexibilização da produção entre as plantas, talvez o projeto mais importante no quesito rentabilidade. O objetivo é alocar produtos de acordo com a melhor vocação de cada unidade fabril. Em Joinville (SC) ficarão produtos de maior valor agregado (blocos usinados e com CGI). É a única planta já em velocidade de cruzeiro e com a melhor rentabilidade da Tupy, mas há espaço para melhorar margens com usinagem e produtos de maior valor agregado. A planta em Betim (MG) hoje opera com cerca de 50% da sua capacidade e está em uma região muito competitiva em custos (mão de obra disponível, sucata abundante, gusa líquido e energia barata). A ideia é trazer os blocos pesados de fundidos brutos para o Brasil (boa parte é feita hoje no México, com custos de mão de obra e energia 40% maiores que aqui). As plantas no México serão otimizadas de forma a atenderem só contratos voltados para o USMCA, reduzindo custos fixos e variáveis de forma relevante.

Recuperação de volumes: com o mercado americano mais acomodado neste ano, para os próximos (em especial 2025/26) se espera renovação de frotas e pré-compra, lembrando que em 2027 os EUA passam a ter regras mais rigorosas de emissões nos caminhões. Como há mais tecnologia embarcada nesses motores menos poluentes, mais caros devem ficar os caminhões. Quem quiser garantir preços menores vai correr com a pré-compra, que deve perdurar entre 2025 e 2026. As próprias montadoras já avisaram a Tupy para se preparar para mais encomendas.

Valorização do dólar: como comentamos, a (grande) valorização do dólar ante o peso mexicano e o real terá efeitos operacionais positivos, por conta de diluição de custos nessas moedas e crescimento das receitas.

Novos contratos: a partir de 2025, cerca de R\$ 850 milhões em novos contratos devem chegar, sendo R\$ 650 milhões para atender o USMCA, boa parte voltada aos caminhões Classe 8 (ultrapesados) e que até o momento são pouco atendidos pela Tupy na América do Norte. Com a VW devem vir R\$ 200 milhões, para atender à manufatura completa dos cabeçotes do motor MAN D26 de 13 litros, hoje usinados na Alemanha por um concorrente da Tupy e que passarão a ser usinados na MWM. O motor completo deverá ser montado pela própria MWM, agregando valor ao produto.

Aftermarket: pouco representativo (7%) no faturamento total, deverá contar com lançamentos de produtos (ao ritmo atual de seis por dia) pela MWM para complementar a linha. O *market share* hoje está abaixo de 2%, mas, com 20% dos motores a diesel rodando no Brasil feitos pela própria MWM, o potencial aqui é enorme. Afinal, quem melhor que a MWM para fazer peças de reposição para seus próprios motores?

Bioplantas (cereja do bolo): no início de agosto foi anunciado um acordo com a fabricante de alimentos Seara para aproveitamento de dejetos de 200 mil suínos e 1,7 milhão aves de corte em uma bioplanta que produzirá fertilizante organomineral, biometano e dióxido de carbono (CO²). Com esse contrato, que se junta ao da Primato (67 mil suínos, inicialmente), a Tupy/MWM já chega para capturar 1,1% de *market share* do plantel de 23 milhões de suínos no Brasil. O objetivo é alcançar 10% desse mercado. Para se ter ideia do potencial disso em receita, só a bioplanta com a Seara



poderá produzir quase 50 mil toneladas de fertilizantes, a cerca de R\$ 2.500/tonelada. Ou seja: eis aí uma receita potencial de R\$ 125 milhões (e sem considerar ainda o biometano e o dióxido de carbono). Não está aí só o potencial de mais receitas de um novo negócio, mas também as portas abertas para um *cross-selling* com soluções da MWM que utilizam biometano. Por exemplo: o biometano gerado para a Seara abastecerá 52 caminhões por dia, mas isso exigirá a transformação veicular com troca do motor a diesel por versões a biometano. Haverá também oportunidade para vender geradores a biometano para os próprios produtores.

Quem quiser conhecer e entender melhor o momento atual, fizemos uma Resenha especial da Tupy ([acesse aqui](#)). O link acima, por sua vez, direcionará diretamente para a live em que explicamos os resultados do último trimestre, além de enfatizar o momento atual da companhia.

Ferbasa (FESA4) Alívio em custos e impulso pelo câmbio

Sobre os números: Desde o 4T23, a Ferbasa tem se recuperado com a redução de custos, principalmente em energia elétrica, coque e biorredutores. O novo contrato com a CHESF no mercado livre, que substituiu o anterior no mercado regulado de energia, trouxe preços mais vantajosos.

O contrato com a CHESF, de 20 anos, foi celebrado em 2015, em um momento de energia cara e risco de escassez. Com ele, os resultados têm se mantido razoáveis em um cenário de preços do FeCr e FeSi75% mais baixos em relação a 2022 e 2023. O preço médio por tonelada nos últimos 12 meses é de US\$ 1.521, ante US\$ 2.142 (recorde) em 2022.

Enquanto os preços não melhoram, a companhia segue reduzindo custos. O *pushback* da mina de céu aberto em Campo Formoso, com mais 3 ou 4 anos de vida útil antes de ser convertida em subterrânea, vem encarecendo o custo de mineração e deverá trazer alívio ao longo de 2025. Também a mina subterrânea em Ipueiras, que representa entre 80% e 85% da produção de cromita, tem recebido investimentos (contabilizados como custos e não como CAPEX), preparando-a para duplicar a produção de FeCr (em até 3 anos). A abertura de galerias sem produção de minério na realidade antecipa os custos (em termos contábeis), enquanto produção e receitas só virão mais à frente. Isso causa um descasamento contábil entre custos e receitas.

Com lucro líquido de R\$ 57 milhões, o trimestre passado foi o 2º consecutivo de melhora nos resultados. O EBITDA, que saiu de R\$ 24 milhões no 4º trimestre de 2023 para R\$ 91 milhões no 2º deste ano (276% de alta), reflete esta melhoria. A companhia continua a preservar seu caixa líquido, como um colchão de liquidez, mesmo investindo na compra de futuras áreas florestais e aumento dos investimentos. Nessa frente, aliás, há a importante parceria com a Aperam, para reduzir sua dependência de biorredutores de terceiros que custam 100% a mais que os biorredutores próprios. O caixa líquido está hoje em R\$ 779 milhões, cerca de 28% do valor de mercado atual (sem contar fornos, minas e florestas).



Em R\$ milhões

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
Receita líquida	1.539	2.296	3.042	2.318	2.276
EBITDA ajustado	357	877	1.217	386	255
EBITDA Margem	23,2%	38,2%	40,0%	16,7%	11,2%
Lucro Líquido	70	643	1.063	383	228
Margem Líquida	4,5%	28,0%	34,9%	16,5%	10,0%

CAPEX	53	127	260	329	366
Dividendos	76	117	400	226	226

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
ton vendida	268	272	270	274	259
R\$/ton	5.357	7.595	11.097	8.237	7.591
US\$/ton	1.048	1.534	2.142	1.641	1.521

Não recorrentes	2020	2021	2022	2023	1T24-UDM
PIS/Cof.	0	31	0	0	0
Hedge	-185	-95	0	0	0

Ferbasa não cons.	2020	2021	2022	2023	jun/24
Caixa	289	678	1.114	894	886
Dívida Total + hedge	-364	-172	-104	-61	-107
Caixa (dívida líq.)	-75	506	1.010	833	779
Valor de Mercado	1.626	4.154	4.646	3.002	2.736
EV	1.701	3.648	3.636	2.169	1.957
BW GUIRAPA	531	521	519	539	521
EV ajustado sem BW	1.170	3.128	3.117	1.630	1.437

P/L	23,2	6,5	4,4	7,8	12,0
EV/EBITDA ajustado BW	3,3	3,6	2,6	4,2	5,6
EV/EBITDA ex BW	4,8	4,2	3,0	5,6	7,7

4T23	1T24	2T24	2T24/2T23	2T24/1T24
515	496	496	-4%	0%
24	78	91	276%	17%
5%	16%	18%		
11	41	57	420%	38%
2%	8%	11%		

4T23	1T24	2T24	2T24/2T23	2T24/1T24
66	63	63	-4%	0%
7.591	7.605	7.615	0%	0%
1.530	1.540	1.482	-3%	-4%

Acesse a live: [Trígono Connection: Resultados de importantes investidas e mais: quais são os 7 erros do investidor?](#)

O que vem pela frente?

Quanto a preços, o momento é relativamente estável no caso do FeCr na China, e há um ligeiro aumento do FeSi75% nos EUA e na Europa. A companhia não tem queimado caixa e segue se preparando para ficar bem mais competitiva em custos (o que já está acontecendo). Uma das iniciativas é a construção de dois fornos fechados de FeCr, muito mais eficientes que os atuais, abertos. A capacidade individual dos fechados será de cerca de 4 vezes a dos hoje em uso, e a capacidade produtiva das ligas de cromo pode dobrar em 3 anos.

Ademais, os dois fornos fechados, mais eficientes, podem ser uma alternativa em momentos de preços mais baixos, ao deixar aberta a possibilidade de parar temporariamente a produção dos fornos menos eficientes e menores. A Ferbasa adquiriu, no passado, o "coração" destes dois fornos da antiga operação da Vale de ferroligas na Bahia (antiga Sibra) a preço de sucata, viabilizando ainda mais o retorno do investimento. A expectativa é que a construção comece em 2025 e em dois anos comece a produzir, coincidindo com a expansão das minas e a maior qualidade da futura mina subterrânea em Campo Formoso.

Não é por acaso que a companhia é uma das empresas que mais trouxe retorno aos seus investidores desde o Plano Real (63.622% em 30 anos, ou 24% ao ano), apesar da natureza cíclica do negócio. Gostamos de empresas que, mesmo nos momentos difíceis, têm fôlego financeiro para investir, reduzir custos, entregar lucros, ainda que menores, pagar dividendos relevantes, e investir em um novo ciclo de crescimento e retomada de preços com maior demanda por seus produtos.



“E se essas expectativas não se confirmarem?”, alguém poderá perguntar.

No caso da Ferbasa, sua excelente estrutura de capital e custos abaixo dos concorrentes lhe permite se manter saudável e ainda rentável, como já observado em vários ciclos negativos de mercado. Isso é normal no segmento de *commodities*.

Com uma pegada de carbono muito mais favorável que as concorrentes globais, a empresa ainda não tem, no entanto, produtos premiados, ao contrário das ligas sul-africanas e chinesas, grandes emissoras de gases de efeito estufa. No futuro, a combinação de descarbonização e megatendências deve aumentar a demanda por aço inoxidável e FeSi75% HP, e possivelmente um prêmio de preços aos produtos com menor pegada de carbono deve chegar.

Quanto ao cenário atual de preços, informações de competidores no exterior indicam recuperação gradual, ao contrário de minério de ferro e aço carbono, por terem as ferroligas produzidas pela Ferbasa uma dinâmica diferente, e aplicações em descarbonização. Por exemplo: o FeCr75% HP é usado em geradores, transformadores, compressores e motores elétricos, além de veículos híbridos e elétricos. O aço inox tem pegada de carbono muito inferior à do aço carbono por utilizar 100% de aço inox ou aço comum reciclado (sucata).

Por fim, lembremos que o preço do minério de cromo (principal insumo do FeCr) está quase no pico histórico e em ascensão, e que a África do Sul, que responde por 70% da oferta mundial do produto, tem sua moeda entre as mais valorizadas do mundo nos últimos 12 meses: 7,5% em relação ao dólar; já o real perde 13%, uma vantagem de mais de 20% para a Ferbasa em relação aos produtores de FeCr do país africano. Estes ainda sofreram com o aumento de 14% no preço da energia em abril e pressão nos custos laborais e de logística, grande gargalo no setor de mineração e exportação sul-africano.

METAL LEVE (LEVE3)

Resultados não recorrentes atrapalham, mas um horizonte amplo com biomobilidade e investimentos setoriais

Sobre os números: o trimestre foi difícil devido a um mercado ora mais desafiador na Argentina e à queda na produção de veículos pesados no exterior, mas, mesmo assim, a METAL LEVE trouxe números positivos e de certa forma, melhores do que outras empresas no setor. Isso se deve em muito por conta da resiliência do *aftermarket* – que já responde por 43% da receita total (eram 32,5% no 1S19, no mundo pré-pandemia, portanto) e tende a melhorar ainda mais as margens.

Por exemplo: no 1S19, a margem de EBITDA era de R\$ 235 milhões (18,3%) e evoluiu para R\$ 504 milhões. Trata-se de um crescimento de 114,5% (16,5% ao ano, com margem de 24,1%). E o desempenho positivo atravessou uma coleção de ventos contrários, pandemia, juros altos, crise na Argentina e produção de veículos no Brasil e no país vizinho caindo 13,3% combinados, de 1,56 milhão para 1,36 milhão de unidades entre aquele semestre e o primeiro deste ano.



O lucro líquido foi impactado por variações monetárias não-caixa em cerca de R\$ 54 milhões, principalmente a variação monetária de financiamento de exportações em euro por três anos. Considerando o lucro líquido dos últimos 12 meses, a METAL LEVE negocia ao múltiplo de P/L de 6,5x. A estrutura de capital é sólida (dívida líquida/EBITDA 0,6x) e boa parte das dívidas está em notas de exportações (como comentamos) com custo médio de 5,0%.

Em R\$ milhões

Metal Leve	2020	2021	2022	2023	2T24-UDM
Receita líquida	2.403	3.631	4.224	4.338	4.285
EBITDA ajustado	412	726	845	918	908
EBITDA Margem	17,2%	20,0%	20,0%	21,2%	21,2%
Lucro Líquido ajus.	204	496	583	748	653
Margem Líquida	8,5%	13,7%	13,8%	17,2%	15,2%

2T23	1T24	2T24	1S24	Δ 2T24/2T23
1.121	1.021	1.069	2.090	-5%
254	288	216	504	-15%
22,7%	28,2%	20,2%	24,1%	
193	200	89	289	-54%
17,2%	19,6%	8,3%	13,8%	

Dividendos	12	119	539	1.273	1.043
Yield	0,30%	4,42%	13,60%	32,20%	24,55%

Caixa	686	509	505	383	427
Dívida Total	552	-262	-414	-851	-1.001
Caixa (dívida líq.)	133	246	91	-468	-574
Valor de Mercado	2.691	3.125	3.785	4.444	4.249
EV	2.557	2.879	3.694	4.912	4.823

P/L	13,2	6,3	6,5	5,9	6,5
EV EBITDA	6,2	4,0	4,4	5,4	5,3

Acesse a live: [Trígono Connection: Resultados do 2T24 de Eucatex, Jalles, JSL, Metal Leve e PetroRecôncavo](#)

O que vem pela frente?

Através do centro tecnológico global da Mahle para biocombustíveis em Jundiá (SP), a METAL LEVE se destaca no desenvolvimento de motores para etanol, biodiesel e bio-híbridos. Alinha-se plenamente, assim, às políticas de eficiência energética e atende os requisitos do MOVER para garantir benefícios fiscais.

Produtos desenvolvidos no centro de P&D, focados em normas cada vez mais rígidas de emissão, têm agregado mais valor ao portfólio da companhia. Como parte do Grupo Mahle, há troca de tecnologias desenvolvidas nos vários centros de pesquisa mundiais (são 12, com mais de 5.500 engenheiros) e importação de equipamentos não mais necessários em outras unidades, que estão investindo em eletrificação. Esta é uma extraordinária vantagem comparativa e permite à METAL LEVE se tornar fornecedora global das principais montadoras do mundo sem investimentos vultosos em tecnologia ou novos produtos. O foco pode, assim, ficar em mobilidade verde, em que o Brasil é pioneiro (etanol na década de 1970 e flexfuel já no presente século) e referência mundial. Aqui desenvolvemos a tecnologia flex e o Brasil será pioneiro em solução bio-híbrida, conjugando motor a combustão com os movidos a etanol e os elétricos.

A partir deste semestre, novos negócios devem abrir novas perspectivas de crescimento e diversificação de mercado, aproveitando a estrutura de distribuição existente e capacidades industriais disponíveis. Um exemplo é a participação minoritária de 33% na Arco Climatização, empresa de Caxias do Sul (RS) que produz ar-condicionado para ônibus, veículos comerciais e micro-ônibus. Depois do leilão do programa Caminho da Escola, a companhia viu crescimento exponencial: em 2023, a receita foi de R\$ 89 milhões (em 2019 era de R\$ 27 milhões); neste ano, deve atingir R\$ 226 milhões (com CAGR anual de 53% nos últimos 5 anos e margem de EBITDA entre 15% e 20%).



Essa participação visa impulsionar o desenvolvimento de novos produtos e fortalecer a relação com grandes clientes, com opção de compra futura de 100% da empresa. Marcopolo e Caio, líderes no mercado de ônibus, são clientes da Arco.

No último dia 3 foi anunciada a intenção de compra da Mahle Compressores e da Mahle Thermal, por R\$ 668 milhões. Ambas são empresas do Grupo Mahle no Brasil que não faziam parte da METAL LEVE no país, pois vieram da aquisição do grupo Behr pela Mahle com o grupo Behr na Alemanha em 2013, com os negócios no Brasil permanecendo segregados. A transação envolve múltiplo próximo de 5,8x EV/EBITDA, sem considerar sinergias relevantes que deverão acontecer (inclusive com a Arco), crescimento do mercado e lançamento de produtos, em particular voltados à eletrificação de veículos, híbridos e refrigeração.

A aquisição será decidida em AGE em 3 de outubro, levada à aprovação dos minoritários com abstenção do controlador. O valor da transação foi determinado através de dois laudos de avaliação (Deloitte e Apsis) submetidos aos conselheiros independentes, e inclusive ao representante dos minoritários (Reginaldo Alexandre), a fim de verificar se está em parâmetros adequados.

As premissas de crescimento, margens de rentabilidade e taxa de desconto a valor presente foram rigorosas e não foram considerados quaisquer ganhos de sinergia pós-aquisição.

As empresas adquiridas, focadas em compressores mecânicos, e-compressores e produtos de gerenciamento térmico essenciais para carros elétricos, devem posicionar a METAL LEVE em um segmento de alto potencial de crescimento, além de gerar sinergias (*after-market*, principalmente), P&D, negociação com clientes, acesso a novos mercados no Brasil e fora.

A estrutura de desenvolvimento de compressores mecânicos do Grupo Mahle será transferida para o Tech Center de Jundiaí, reduzindo custos. Juntas, as duas empresas geram R\$ 700 milhões em receitas líquidas e R\$ 54 milhões de lucro líquido, e trazem uma posição de caixa líquido de R\$ 85 milhões, sem dívidas.

Com baixo nível de alavancagem, o balanço da METAL LEVE suporta essa compra (Dívida Líquida/EBITDA deverá subir para 1,2x), sem alterações na política de dividendos e com lucro líquido reforçado, mesmo com encargos financeiros dos novos financiamentos.

Para mais informações sobre a aquisição, assista à nossa [live](#) de 11 de setembro com a diretoria da companhia.



Desempenho dos Fundos – Agosto de 2024

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

O Delphos Income marcou, em agosto, seu terceiro mês de valorização (2,3%), mas, de novo, restou aquele certo gosto amargo: o *benchmark* subiu 6,7% – ou seja, 4,4 pontos percentuais a mais.

Muito dessa diferença pode se explicar pelo fluxo estrangeiro que, enfim, voltou: foram R\$ 10 bilhões em agosto (no ano, o saldo ainda é negativo em quase R\$ 25 bilhões). Como já comentamos antes, esse fluxo, num primeiro momento, vai para empresas mais líquidas, de índices como IBOV e IDIV. Depois é que passa a fluir para *small caps*.

Indústria (1,3%), Serviços Financeiros (0,7%) e Agronegócio (0,6%) deram as principais contribuições positivas. Destaque-se a Tupy, que contribuiu com 2% – ao apresentar resultado que pode ter sido um divisor de águas: a margem EBITDA ajustada foi de quase 14%, mesmo com volumes ainda baixos e receitas 5% menores que as de 2023. Acreditamos que a estratégia da “Nova Tupy” está só no começo. O setor de consumo (-0,4%) veio na contramão.

No ano, o Delphos recua 7,5%, contra alta de 5% do IDIV. Sempre bom lembrar: o Delphos é um fundo com estratégia voltada para dividendos. Olha para as boas pagadoras de dividendos atuais e para as que deverão distribuir montantes relevantes aos acionistas.

Gostamos das famosas empresas de “crescendos” – com crescimento e dividendos (se o leitor nos perdoa o neologismo). “Além do Óbvio”, é o nosso conhecido mote: vamos além das *large caps* que hoje pagam bons dividendos, mas sem grandes perspectivas de pagar mais. Atualmente 97% do portfólio do fundo está em *small* e *micro caps*.

A janela de 36 meses tem sido difícil, mas acreditamos no potencial da estratégia e temos convicção nas teses investidas. Desde seu início (abril/2018), o Delphos já entregou 209,7% de alta, contra 114,8% do *benchmark* (um alfa de nada menos que 94,9 pontos percentuais sobre o índice que mais valorizou na bolsa brasileira no período).

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
DELPHOS	2,3%	-7,5%	-5,9%	9,6%	12,8%	136,1%	199,2%	209,7%
IDIV	6,7%	5,0%	21,9%	34,9%	40,7%	68,0%	61,9%	114,8%



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

O Flagship teve valorização de 3,3% em agosto e segue, assim, em sua recuperação. No ano, a perda acumulada já chegou a ser de 16%. No acumulado até agosto, a desvalorização está em 6,7% menor que a do SMLL no mesmo período (-9,7%).

Em praticamente todas as janelas analisadas, a estratégia Flagship se sobressai em relação ao SMLL – índice que mais sofreu nos últimos anos na bolsa brasileira. Desde seu início (abr/2018), o Flagship 60 subiu 234%, contra modestos 21,3% do referencial (alfa de 212,7 p.p. em pouco mais de seis anos).

Voltando a agosto: Indústria (2,3%), Agronegócio (0,9%) e Comércio (0,6%) foram destaques. Em tese, o bom desempenho no mês reflete a excelente temporada de resultados do 2º trimestre de 2024, no início de agosto. Vimos resultados fortes, geração de caixa robusta, baixo índice de alavancagem e bons números operacionais, mesmo em um cenário ainda conturbado.

A estratégia do Flagship sempre foi: concentração nas empresas em que temos grande convicção. O momento atual não é diferente, nem há razões para mudar. São sete empresas que, juntas, representam 86% do portfólio do fundo – três delas são caixa líquido e nenhuma ultrapassa 1,8x na relação Dívida Líquida/EBITDA. Ou seja: têm estrutura de capital muito robusta e pouca exposição a juros elevados – pelo contrário: têm caixa muito bem remunerado.

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	3,3%	-6,7%	-6,3%	2,2%	-2,0%	83,8%	135,2%	242,0%
SMLL	4,5%	-9,7%	-2,2%	-4,1%	-25,4%	-12,8%	-7,5%	21,3%

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	3,3%	-6,7%	-6,2%	2,5%	-2,4%	85,7%	129,8%	234%
SMLL	4,5%	-9,7%	-2,2%	-4,1%	-25,4%	-12,8%	-7,5%	21,3%

Trígono Parthenon FIC FIA (CNPJ: 52.924.585/0001-30)

Focado em empresas com capitalização de mercado acima de R\$ 10 bilhões e volume diário negociado acima de R\$ 10 milhões (na média, R\$ 250 milhões/dia), o Parthenon visa replicar nossa estratégia de valor das *small caps* no universo das *mid & large caps*. O fundo atende investidores menos dispostos a investir em empresas “menores” e de menor liquidez, e menos confortáveis com prazos de 30 ou 60 dias para resgate. Oferecemos resgate em sete dias (cotização em cinco, pagamento no sétimo).

O fundo exige criteriosidade, para que não seja apenas uma réplica do *benchmark*. Atualmente, a B3 tem apenas 71 *mid & large caps*, ante as mais de 200 possíveis investidas. Somos agnósticos quanto aos *benchmarks*, e aqui não é diferente: a sobreposição entre Parthenon e IBOV é de cerca de 17%; com o IDIV, de 36%.



Agosto foi mais um mês positivo para o Parthenon, que subiu 2,6%, com destaque para Serviços Financeiros (1,6%) e Concessão e Energia (0,6%). O *benchmark*, por sua vez, teve alta de 6,5% – ajudado pelos mesmos dois setores, mas com desempenhos mais robustos: Serviços Financeiros, 2,7%; e Concessão e Energia, 1,7%.

Voltando ao Parthenon, o setor de Consumo apontou para baixo (-0,8%). No ano, a briga contra o IBOV é boa – e a vantagem é pequena, mas é nossa, com alta de 2% (contra 1,4% do referencial). Desde seu início (dez/2023), o fundo entregou ganho de 8,2%, contra 7,2% do IBOV – mais uma ligeira vantagem, mesmo com baixa sobreposição em relação ao índice. Eis aí uma diversificação em relação ao IBOV.

Fundo	Ago-24	2024	INÍCIO
PARTHENON	2,6%	2,0%	8,2%
IBOV	6,5%	1,4%	7,2%

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

Com alta de 3,8%, o Verbier também teve em agosto seu 3º mês consecutivo de alta. Foi o fundo da Trígono com melhor performance no mês. Indústria (2%) e Consumo (0,8%) foram os setores que mais contribuíram – e nenhum teve recuo significativo. Desde seu início (abril/2018), o Verbier valorizou quase 3x mais que o Ibovespa (207% contra 74%, um alfa de 132,8 pontos percentuais).

O Verbier é um fundo de ações livre, com estratégia agnóstica em relação ao índice ou ao tamanho das empresas. Navega entre micro, *small e large caps* – é, como se diz, um *all cap*. Importam aqui oportunidade e potencial de valorização (baseado no valor atual e nas perspectivas de resultados). Até agosto, o Verbier recuou 6,5%, contra leve valorização de 1,4% do IBOV (esse, puxado no ano por nomes como Petrobras, JBS e Cemig).

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	60M	INÍCIO
VERBIER	3,8%	-6,5%	-6,9%	7,3%	0,8%	106,2%	137,1%	206,9%
IBOVESPA	6,5%	1,4%	17,5%	24,2%	14,5%	36,9%	34,5%	74,1%

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

O Trígono 70 Prev é uma ótima opção para diversificar carteiras previdenciárias: até 70% são posicionados em renda variável. Neste fundo, a Trígono busca identificar as melhores oportunidades em renda variável no momento, incluindo empresas de todos os tamanhos (da perspectiva *all cap*, portanto, a exemplo do Verbier). Outras opções previdenciárias focadas em renda variável geralmente estão associadas apenas a grandes empresas e têm alta correlação com o IBOV.



Atualmente, são oito as empresas em que estão alocados esses 70% – a margem de sobreposição com o IBOV é, portanto, limitada. Aqui está a nata da Trígono: são as empresas de que estamos mais convictos, principalmente se o foco da análise é de um horizonte de longo prazo – e para um produto previdenciário, longo prazo é o único horizonte que faz sentido.

Em agosto, o 70 Prev avançou 1,1%, levemente acima do 0,9% do CDI. No ano, o fundo recua 2,5%, contra ganho de 7,1%, do “confortável” CDI. Desde o começo (set/2019), o 70 Prev entregou ganho equivalente a 192,3% do CDI. Isso se traduz em uma alta nominal de 93,3% – quase duas vezes mais que o CDI. Assim como os demais fundos da Trígono, o desempenho positivo de agosto veio de Indústria (0,8%) e Agronegócio (0,4%). Mineração e Metalurgia (-0,8%) apontaram para baixo.

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
70 PREV	1,1%	-2,5%	-4,0%	14,6%	20,9%	67,2%	93,3%
CDI	0,9%	7,1%	11,2%	26,3%	39,2%	43,0%	48,5%

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

Nosso outro fundo previdenciário difere do 70 Prev na alocação em renda variável: aqui são 100% (e difere também nos limites regulatórios). O Icatu 100 subiu 1,5% em agosto, ante alta maior, de 6,5%, do IBOV. No mês, Indústria (1,6%) deu, de longe, a principal contribuição positiva. Logística (0,3%) e Agronegócio (0,2%) também ajudaram. Consumo (-0,4%) foi o principal detrator.

No ano, a queda é de 8,8%, contra 1,4% de valorização do IBOV. O desempenho em nada reflete a situação econômico-financeira das investidas, que vão bem, obrigado – sólidas e com boas perspectivas. Reflete, isso sim, um mercado que prefere hoje empresas maiores e mais líquidas. Desde seu início (julho/2020) o fundo acumula ganho de 86,2% – mais que o dobro dos 35,4% do IBOV (excedente de 50,8 pontos percentuais de retorno).

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
ICATU 100	1,5%	-8,8%	-10,9%	2,5%	3,4%	79,8%	86,2%
IBOVESPA	6,5%	1,4%	17,5%	24,2%	14,5%	36,9%	35,4%



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

Nosso caçula previdenciário – com estrutura semelhante à do 70 Prev, mas com carteira mais diversificada (como o Icatu Prev 100) – entregou ganho de 1,8% em agosto, contra forte alta de 6,5% do IBOV, como já vimos. Explica-se isso, em parte, pelo forte fluxo estrangeiro no mês passado. No acumulado de 2024, o Icatu 70 Prev recua 3,7%, contra leve alta do IBOV (1,4%). Desde seu início (maio/2023), o fundo acumula alta de 7,8%, contra 23,5% do *benchmark* no mesmo período.

Indústria (1%) e Serviços Financeiros (0,5%) ajudaram o desempenho. Consumo (-0,3%) e Mineração e Metalurgia (-0,2%) não ajudaram.

Fundo	Ago-24	2024	12M	INÍCIO
ICATU 70	1,8%	-3,7%	0,3%	7,8%
IBOVESPA	6,5%	1,4%	15,7%	23,5%

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

O único fundo negativo em agosto (-1%), por ironia, era o de melhor desempenho no ano até aqui. Agronegócio (-1%), Mineração e Metalurgia (-0,4%) e Óleo e Gás (-0,3%) pesaram.

As sucroalcooleiras (Jalles e São Martinho), por sua vez, foram impactadas pelo mercado em relação às queimadas do final do mês: inúmeros canaviais em São Paulo foram atingidos (não é o caso da Jalles, presente em Goiás e Minas Gerais).

Para esclarecer: a única afetada diretamente pelos incêndios foi a São Martinho, onde 20 mil hectares de cana foram atingidos pelo incêndio. Não deverá haver impacto significativo no ATR (Açúcar Total Recuperável) em relação ao *guidance* para esta safra. A cana atingida, no entanto, tem menos eficiência industrial na conversão em açúcar – cuja produção, portanto, deverá ser 110 mil toneladas menor. Atualmente, a produção de açúcar da empresa é de quase 1,6 milhão de toneladas; o impacto deverá ser, então, de apenas 7%. Isso, no entanto, deverá ser compensado por um aumento proporcional na produção de etanol.

Devido aos incêndios, o preço do açúcar chegou a subir quase 10% no mercado internacional. Que também está de olho na estiagem nas regiões produtoras e em uma quebra em potencial de safra e da oferta de açúcar. Isso poderá sustentar os preços em níveis mais elevados, compensando os danos causados por incêndios e clima (ainda não dimensionados pelo mercado). Safra mais curta e queda na produção, por ora, são as únicas certezas.



No ano, o *Power* acumula pequena desvalorização de 0,6%, contra um tropeço de 2,2% do IEE. Desde seu início (fev./2021 – e desde que a renda variável percorreu uma trilha bem difícil), o fundo apresenta 13% de valorização, praticamente empatando com o IEE (12,8%) no mesmo período.

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	36M	INÍCIO
POWER	-1,0%	-0,6%	-0,1%	-7,7%	-9,5%	13,0%
IEE	4,2%	-2,2%	9,1%	12,9%	16,2%	12,8%

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

Nosso fundo focado em *micro caps* (empresas com valor de mercado abaixo de R\$ 3 bilhões) teve um agosto positivo, com 2% de alta, contra 4,5% do SMLL. Na janela de 12 meses, o retorno é de 2,1% (ante queda de 2,2% do SMLL) e na de 24 meses, o Horizon subiu 21,1% (contra queda de 4,1% do referencial – um alfa de 25,2 ponto percentual). Desde seu início (set/2021), o excesso de retorno chega a 31% – resultado de um ganho de 5,7% no período, enquanto o *benchmark* afundou 25,3%.

Serviços Financeiros (0,9%) e Consumo (0,6%) foram os destaques do mês. Já o setor do Agronegócio (-0,8%) foi o ponto fraco (e mesmo assim, nem tanto). Hoje a carteira tem 14 *microcaps* – das quais 8 representam 77,5% do portfólio (todas com todos os atributos e padrões de qualidade que buscamos nos demais fundos).

Fundo	Ago-24	2024	12M	24M	INÍCIO
HORIZON	2,0%	-8,9%	2,1%	21,1%	5,7%
SMLL	4,5%	-9,7%	-2,2%	-4,1%	-25,3%



Prezados leitores e investidores,

Agradecemos aos que percorreram esta Resenha até o seu final. A parte inicial e a que explica o desempenho e o racional das principais teses dos nossos fundos, se tivermos cumprido nosso objetivo, conversam plenamente.

Há investidores e alocadores que buscam retornos imediatos. Entendemos, claro. Mas gestores que abandonam teses ou convicções por pressão do mercado estão fadados ao fracasso, e pior: ao arrependimento. Poucos são os gestores longevos, e os que operam são amplamente conhecidos e fizeram grande sucesso justamente pela fidelidade a princípios e convicções.

Em nossas Resenhas anteriores, trouxemos inúmeros exemplos, e na última, em especial, alguns dos principais erros que investidores e gestores cometem, muitas vezes devido a cobranças e pressões diárias.

Para nossos investidores, só tenho palavras de agradecimento e confiança. Espero que muito em breve possamos retribuir. Os que seguem conosco pelo longo prazo e estão realmente alinhados com nosso horizonte de investimento e nossa forma de pensar e investir, estes, tenho certeza de que estão satisfeitos. Sementes boas e tratamentos culturais adequados, trazem doces frutos e boas colheitas, especialmente aquelas frutíferas perenes. Quem não saboreia uma jabuticaba, ou macadâmia, ou mesmo várias castanhas? Assim são os investimentos.

Mais uma vez, muito obrigado.



TRÍGONO

Capital

ALÉM DO ÓBVIO



www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com