

CARTA TRIMESTRAL

Outubro de 2017

Otimistas porém alertas

Enquanto o segundo trimestre de 2017 ficou marcado negativamente pela divulgação dos “áudios do Joesley”, neste terceiro trimestre assistimos a volta do otimismo com o Brasil. A crise política, que, a rigor, continua não dando trégua, passou para segundo plano e a recuperação cíclica da economia começou a ganhar destaque. Indicadores de atividade mostrando uma recuperação mais disseminada da economia, combinados com baixíssimo nível de inflação e taxa de juros rumo a níveis inéditos (para os nossos padrões) foram mais fortes que os sinais controversos emitidos por Brasília. As bolsas mundo afora também continuam desempenhando muito bem, resultando assim em um fluxo crescente para investimentos em ações e fazendo com que a bolsa brasileira tivesse um dos melhores trimestres em muitos anos. O índice Ibovespa subiu 18,1% no período e 23,4% no acumulado do ano.

É inegável que a atividade econômica começou a “engrenar”, mas o ciclo de recuperação desta crise é diferente dos demais. Esta crise foi mais longa, mais profunda e com mais desemprego que as anteriores. Os dados de atividade de agosto e setembro ainda oscilam entre a expansão e a recessão, mas tudo indica que o pior já passou e que estamos sim a caminho de uma recuperação (embora lenta).

O que poderia acelerar essa recuperação? O que transformaria essa recuperação cíclica em duradoura/estrutural? A única maneira que enxergamos é por meio de investimentos maciços de longa maturação (educação, infraestrutura, tecnologia, máquinas, etc). Para que isso aconteça, as incertezas precisam se dissipar o mais rápido possível. Duas das principais - crise política e sustentabilidade das finanças públicas - precisam ter um desfecho. Tudo indica que estes assuntos serão levados para as eleições de 2018. Enquanto isso não se resolver, os horizontes não se dilatarão. Sem reformas, o voo será mais uma vez de “galinha”. Portanto, de qualquer ângulo que se olhe, continuamos operando em um cenário de curtíssimo prazo para o país. Arriscar qualquer visão de longo prazo seria imprudente.

Como temos agido nesse ambiente? A pergunta mais importante que temos tentado responder é: quais premissas estão embutidas nos preços atuais dos ativos de risco? Não é trivial responder a essa questão, mas nos parece que os preços, de maneira geral, começam a refletir um crescimento bem mais robusto da economia de 2018 em diante. Além disso, nos parece também que os preços indicam que a probabilidade de um candidato com agenda populista vencer as eleições do ano que vem é praticamente nula, o que indiretamente implica que todas as demais alternativas de candidatos são positivas para o mercado/economia. Achamos muito cedo para “cravar” essas duas premissas (crescimento e eleições) com veemência.

Reconhecemos, por outro lado, que saídas de crise costumam surpreender positivamente. Mesmo com dificuldades no Congresso, atualmente em “survival mode”, o Governo tem tido

algum sucesso na implantação de sua agenda econômica. Além disso, as empresas foram forçadas a reduzir fortemente seus custos e despesas nos últimos 3 anos para se adaptar à nova realidade de demanda. Houve ainda um afrouxamento monetário (queda da Selic) importante nos últimos meses. Tudo isso ajudará os lucros das empresas saudáveis e bem posicionadas, mas, para que as ações dessas empresas continuem se valorizando, seus resultados terão que crescer ainda mais do que já está embutido nos valuations atuais.

Quanto à gestão do portfólio, continuamos seguindo rigidamente nosso processo de investimento na construção das posições, dando bastante ênfase ao downside risk, tentando avaliar com clareza quais riscos estamos correndo, se estamos sendo remunerados por isso e se há margem de segurança sem relaxar critérios de investimento para “capturar” oportunidades do momento. Continuamos acreditando que não sofrer grandes perdas é tão (ou mais) importante quanto ter grandes acertos e que sermos sócios de empresas líderes, bem geridas e com saúde financeira é o melhor que podemos fazer com o seu dinheiro.

TEOREMA FIA

No terceiro trimestre de 2017, o Teorema FIA teve um desempenho positivo de 19,7% contra 18,1% do Ibovespa. No ano, o fundo sobe 37,2%, contra 23,4% de alta do Ibovespa. Embora o desempenho de alguns meses não seja determinante para avaliar nossa capacidade de gestão, consideramos este um resultado satisfatório – e, de certa forma, surpreendente -, uma vez que construímos uma carteira de investimentos menos voltada para a ciclicidade e mais focada em retornos estruturais de longo prazo. Além disso, carregamos uma posição média de caixa em torno de 23% ao longo do ano. Não esperamos que esse resultado se repita nos próximos trimestres, mas gostaríamos de ressaltar que conseguimos obter esses retornos sem abrir mão dos nossos critérios qualitativos e quantitativos de investimentos.

Os principais destaques positivos no trimestre foram: Guararapes (+58,9%), Time for Fun (+41,1%), Valid (+37,5%), Fras-Le (35,7%), Iochpe-Maxion (29,1%) e B3 (21,5%). Nenhum investimento teve desempenho negativo no trimestre.

Aproveitamos essa forte alta e fizemos algumas movimentações na carteira. A principal delas foi a venda integral da posição de BRF com uma pequena perda (menor que 5%). Decidimos por não mais continuar no caso devido às dificuldades em ganhar convicção sobre o posicionamento estratégico da companhia. Além disso, houve uma rápida deterioração no endividamento, que passou de 2,0x (2T16) para quase 5,0x (2T17) o EBITDA¹ dos últimos doze meses. Julgamos esse nível excessivo para uma empresa cíclica, em um ambiente macroeconômico (Brasil) ainda frágil. Neste trimestre a companhia também anunciou que o CEO será substituído novamente. Como julgamos que os níveis atuais de valuation já embutem uma melhora significativa nas finanças da companhia, optamos por não esperar o que o próximo CEO fará na empresa.

¹ EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization = Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Trata-se de uma métrica aproximada para geração operacional bruta de caixa de uma companhia em um determinado período.

Simplemente a margem de segurança do caso se exauriu. BRF subiu 16,5% no trimestre e cai 5,3% no ano.

Outra movimentação relevante do trimestre foi o aumento em Energisa, que se tornou a terceira maior empresa do portfólio, atrás somente de Itaú e B3. Estamos muito entusiasmados com os próximos anos da empresa. A companhia vem entregando melhorias contínuas, conforme a tese de investimento inicial. Como já dissemos anteriormente, esse caso combina crescimento, turn-around, desalavancagem financeira e ainda grandes oportunidades de emprego adicional de capital, em um setor importante para a economia e que tem perspectiva positiva daqui para frente. Uma camada adicional de proteção do caso é que a companhia é controlada/administrada por uma família competente, com extenso histórico de bons negócios no setor elétrico. ENGI11 subiu 8,5% no terceiro trimestre e no ano sobe 41,2%.

Guararapes foi mais uma vez o destaque do trimestre, tendo subido impressionantes 58,9% em apenas 3 meses. No segundo trimestre de 2017, GUAR3 já havia subido outros 26,8%. No ano, a alta chega a 149,7%. Aproveitamos essa nova alta para reduzir mais um pouco a posição. Ainda gostamos muito do caso, que combina crescimento, maturação de um processo de turn-around (modelo “fast-fashion/push-and-pull” enfim implementado), e oportunidades de emprego de capital a taxas de retorno atrativas, e por isso mantemos uma posição destacada na carteira, embora menor que no passado, dado que os retornos esperados agora são menores.

lochpe-Maxion (MYPK3) foi outro investimento da carteira que desempenhou muito bem recentemente, principalmente na esteira da recuperação da indústria automobilística local. Alta de 29,1% no terceiro trimestre e de 88,4% no ano. Fizemos diminuições táticas na posição, mas continuamos gostando das perspectivas para o caso, que reúne desalavancagem financeira, diversificação geográfica e oportunidades de crescimento em novos mercados.

Ainda no terceiro trimestre, finalizamos a montagem da nova posição no setor de logística, conforme antecipado na carta anterior. Trata-se da Rumo, maior operadora de ferrovias do Brasil, com 12 mil quilômetros de trilhos, 1.000 locomotivas, 25 mil vagões, centros de distribuição e instalações de armazenagem. É um negócio com altíssimas barreiras de entrada, uma base de ativos praticamente irreplicável e que concorre com caminhões que não são eficientes no transporte de grãos em larga escala e longas distâncias. O principal corredor da companhia atende primordialmente o agronegócio brasileiro, transportando soja, milho e outros grãos do centro-oeste do país até o Porto de Santos. Nas mãos da Cosan, esse ativo tem tudo para se desenvolver adequadamente. Estamos animados com o caso. Esperamos retornos bem interessantes para um horizonte de investimento de pelo menos 3 anos. Rumo subiu 39,8% no trimestre e no ano sobe 96,9%.

Em resumo, embora o ambiente macroeconômico ainda continue com elevado nível de incerteza, a carteira é composta majoritariamente por casos de investimento com consistência microeconômica (bottom-up), viés de longo prazo e teses empresariais interessantes. Como a história está aí para nos lembrar, desligar por completo a questão macroeconômica da análise, especialmente nas teses de investimento brasileiras, não é prudente; mas, por outro lado, se

deixar levar totalmente por isso pode nos deixar cegos para esses interessantes movimentos que algumas boas companhias podem proporcionar.

TEOREMA FIEX

No terceiro trimestre de 2017, o Teorema FIEX teve retorno de -2,7% em reais e 1,6% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de -0,45% em reais e 4,0% em dólares. O real se apreciou em 4,4% no período. No ano, o Teorema FIEX sobe 5,5% em reais e 8,6% em dólares, enquanto o S&P 500 sobe 9,4% em reais e 12,5% em dólares. O real se apreciou em 2,9% no período.

As principais posições do Fundo continuam sendo ETF de S&P 500 (21,3%), Citigroup (14,2%), Johnson & Johnson (12,9%), Berkshire Hathaway (12,9%), e Disney (7,6%). O restante da carteira segue alocado em bonds de empresas brasileiras (B3, Caixa Econômica Federal e Itaú). Ou seja, temos optado por manter o fundo o menos alocado possível em ações.

O principal destaque do trimestre foi Citi, cujas ações continuam passando pelo tão esperado processo de reprecificação, depois de anos para trás do resto da bolsa. Citi sobe 9,3% no trimestre e 23,7% no ano. Dado o momento atual do banco, de solidez operacional e aumento do capital retornado aos acionistas, acreditamos que pelos próximos anos este continuará sendo um bom investimento.

Neste terceiro trimestre, decidimos desinvestir de Nestlé, depois de uma forte alta de suas ações (+21,3% no ano) e por não conseguirmos enxergar retornos atrativos para o caso nos próximos anos. Embora mais recentemente a companhia tenha contratado um novo CEO e fundos ativistas norte-americanos tenham começado a pressionar a gestão por mudanças, o crescimento consolidado do negócio vem minguando e, na outra ponta, o valuation vem ficando cada vez mais caro. Parte dos recursos da venda de Nestlé foi alocada em Disney, cujas ações têm sofrido por conta principalmente da perda de assinantes do seu canal de esportes, ESPN, um de seus principais negócios. Acreditamos, porém, que a força da “franquia Disney” não diminuiu e que as iniciativas recentes de streaming (um aplicativo para ESPN e outro para o conteúdo Disney) se mostrarão eficientes na manutenção/captura de espectadores.

De maneira geral, continuamos com a mesma visão manifestada na carta anterior. 2017 tem sido o ano em que os astros globais se alinham. As principais economias do mundo desenvolvido têm tido um crescimento forte e sincronizado, com inflação sob controle, o que os economistas chamam de “goldilocks”. A liquidez global em moeda forte continua a todo vapor, elevando preços de qualquer ativo mundo afora, derrubando volatilidade para níveis jamais vistos e potencialmente “enganando” muita gente – que pode acreditar que calmaria significa risco baixo. Alguns começam a dizer que estamos no meio de um “everything bubble”. Só para ilustrar o tema, os 11 principais bancos centrais do mundo estão atualmente impondo taxas de juros reais negativas às suas economias. Sim, os Bancos Centrais da Suíça, Suécia, Dinamarca, Noruega, Canadá, Austrália, Polônia e, claro, Japão, Inglaterra, Banco Central Europeu e o FED estão

atualmente praticando taxas de juros reais negativas. Já há até um país “emergente” entrando nessa lista: Coréia do Sul também tem praticado taxas de juros reais negativas atualmente.

Um dos efeitos indireto dessa liquidez “exagerada” é que os títulos corporativos especulativos da Europa (European Corporate Junk Bonds) pagam atualmente um retorno muito próximo ao retorno do título público americano de prazo similar. Isto é claramente uma distorção, numa classe inteira de ativos!

São tantos os exemplos para ilustrar o assunto... Enfim, o momento dos mercados globais demanda uma contínua disciplina de alocação. Tanto no fundo estrangeiro quanto no local. Correr menos risco é melhor que correr mais risco neste momento e nestes níveis de preço. Podemos perder alguns minutos a mais da festa, mas tudo nos indica que a relação risco retorno está assimétrica. Controlar o FOMO (Fear Of Missing Out)² é muito importante neste momento. E no eterno dilema do value investor, entre o risco de perder dinheiro e o risco de perder a oportunidade, ficamos com o segundo.

Concluimos com uma frase de um famoso investidor americano, Peter Bernstein:

“The market is not an accommodating machine; it won’t give you high returns just because you need them.”

TEOREMA GAFISA

As ações da Gafisa voltaram a ter um desempenho positivo no trimestre. GFSA3 subiu 26,8% contra uma alta de 18,1% do Ibovespa. As ações da Tenda também tiveram um trimestre positivo, subindo +12,1%.

O destaque do trimestre para a Gafisa foi que a companhia retomou os lançamentos de novas unidades depois de dois trimestres sem nenhum lançamento. Foram, no total, quatro projetos, que somam aproximadamente R\$ 464 milhões de VGV (Valor Geral de Vendas). A expectativa é que a companhia lance mais uns R\$ 250 milhões no quarto trimestre. Embora a Gafisa tenha voltado a fazer lançamentos, o foco estratégico continua sendo gerar caixa, já que o nível de endividamento da companhia continua em patamares muito altos. O mercado de média-alta renda começa a dar sinais mais claros de melhora, principalmente no estado de São Paulo, que é uma das principais regiões de atuação da Gafisa.

Em Tenda, o momento é bem diferente. A companhia alcançou lançamentos totais de R\$ 1,2 bilhão nos primeiros 9 meses do ano. Só no terceiro trimestre, foram R\$ 488 milhões, volume mais alto de lançamentos desde que a companhia reestruturou o seu modelo de negócios. Outra ótima notícia é que a Tenda vem conseguindo fechar boas aquisições de terrenos, fazendo assim com que o seu landbank tenha hoje um potencial de vendas de aproximadamente R\$ 6,3 bilhões.

² FOMO or Fear of missing out is a pervasive apprehension that others might be having rewarding experiences from which one is absent. This social anxiety is characterized by a desire to stay continually connected with what others are doing.

TEOREMA ITAÚ

No trimestre, as ações ordinárias (ITUB3) do Itaú Unibanco tiveram uma alta de 19,5%, enquanto as preferenciais (ITUB4) subiram 19,3%. No ano, ITUB3 sobe 32,9% e ITUB4 sobe 32,3%.

O destaque do trimestre foi a reunião anual para investidores organizada pelo banco no final de setembro. A principal mensagem passada, no nosso julgamento, foi que o banco atualmente se encontra com mais capital do que precisa e não tem intenção de carregar esse excesso no seu balanço. Portanto, daqui para frente ele deverá aumentar a distribuição de proventos (dividendos e juros sobre capital próprio) aos seus acionistas. Os novos parâmetros de distribuição foram divulgados: antes a regra indicava uma distribuição entre 35% e 45% do lucro líquido consolidado. Agora, a nova política indica que o pagamento de proventos será de no mínimo 35%, mas não existe mais o limite máximo de 45% do lucro líquido gerado no período.

O tema foi tratado na reunião pelo próprio Roberto Setúbal, que apresentou o raciocínio por trás dessa nova estratégia: (i) o banco atualmente já se encontra com excesso de capital para cumprir com as metas de Basileia III, (ii) há poucas oportunidades de investimento no Brasil, (iii) há desvantagens claras de tributação e exigências de adoção de Basileia III para se fazer investimentos em outros países e (iv) o banco continua com alta rentabilidade e baixa perspectiva de usos adicionais de capital através do crescimento de RWA (risk weighted assets, leia-se crédito). Sendo assim, a geração de caixa do banco daqui em diante deve superar em muito a necessidade de reinvestimento, tornando imperativo distribuir esse capital aos seus acionistas. Naturalmente, o quanto será distribuído é função do retorno sobre patrimônio (ROE) e do crescimento desses ativos ponderados pelo risco (RWA), mas nossa estimativa é que o banco deve começar a pagar entre 50% e 70% do lucro líquido consolidado.

Com esse cenário, os acionistas de Itaú passam a ter uma remuneração (proventos) mais garantida, mas diminuem as possibilidades de reinvestimento dos lucros no próprio negócio, que foi justamente o que fez com o que banco entregasse retornos muito acima da média nos últimos anos.

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.



Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.369
8º andar, Cjs. 807 a 811
Jd. Paulistano – CEP 01452-000
São Paulo - SP – Brasil
Tel/Fax (11) 3085-1522