

CARTA SEMESTRAL – 2S18

No segundo semestre de 2018, o assunto eleição dominou a agenda do país e conseqüentemente dos mercados, como era esperado. Foi um pleito inédito em muitas dimensões: pela intensidade de participação da população no processo eleitoral, pela substituição da mídia centralizada tradicional pelas descentralizadas redes sociais, pela disseminação de *fake news*, pela superficial discussão dos graves problemas do país e, claro, pelo atentado sofrido pelo então candidato Jair Bolsonaro.

Conforme a vitória de Bolsonaro se consolidava, os mercados começaram a relaxar e os preços dos principais ativos de risco voltaram a subir. Não houve euforia, mas eliminou-se do cenário o risco de extremo estresse que poderia significar a eleição de Fernando Haddad e a volta de um projeto econômico considerado por boa parte da população a causa da histórica recessão que o Brasil enfrenta.

Bolsonaro foi eleito por um país bastante dividido. Muitos dos seus votos foram de um movimento de protesto contra o PT. Mas o pedido geral das urnas foi bem claro: mudanças e o fim do “sistema dominante” até então. Essa eleição confirma a visão de que as mudanças pelas quais a sociedade está passando (desde os protestos de junho de 2013) são tectônicas tanto na economia quanto na política. E nos valores da sociedade também, arriscamos dizer. São movimentações muito importantes acontecendo simultaneamente. Não podemos subestimá-las.

E o que enxergamos daqui para frente? Como será o novo governo? Que ambiente econômico global teremos para conduzir as esperadas reformas?

Vemos o primeiro semestre de 2019 como determinante, pois será quando conseguiremos analisar a profundidade, o *timing* e o apoio político que o governo Bolsonaro terá de fato para conduzir as necessárias reformas, especialmente a da previdência.

O que vimos até agora dá algumas pistas. Apesar de algumas indicações bastante controversas para certos cargos chave no alto escalão, Bolsonaro conseguiu ganhar novos apoios da sociedade desde que foi eleito. Primeiro, com a indicação do juiz Sergio Moro para a pasta da justiça, Bolsonaro fez um movimento político de impacto e colocou no centro do seu governo o combate à corrupção, cumprindo uma importante promessa de campanha. O segundo grande movimento foi a consolidação de poder em torno do ministro da economia Paulo Guedes, reforçando a visão de que tentará uma guinada liberal na economia, algo também dito na campanha.

Guedes aparentemente tem a liberdade necessária para montar sua equipe. E o ministro não decepcionou. Teve humildade suficiente para enxergar bons quadros no governo Temer, a sensatez para indicar gente com traquejo na máquina pública e a ousadia para apontar novas cabeças para ajudar na oxigenação do pensamento econômico. O resultado é uma equipe que não se via há tempos.

O desafio continua sendo o Congresso Nacional que, mesmo tendo passado por uma renovação razoável, aparentemente ainda continua desconectado da realidade fiscal do país. Aprovar reformas constitucionais sempre foi um drama em toda a nossa história. Não será diferente desta vez. Neste contexto, vemos o novo governo tentando fazer as coisas de forma diferente, postura difícil de avaliar de antemão. Ao negociar com bancadas temáticas ao invés de tratar diretamente com os partidos, uma outra lógica de fazer política começa a tomar forma: um modelo de relacionamento com o Congresso onde o famoso toma-lá-dá-cá é substituído por indicações técnicas vindas das bancadas temáticas e não de indicações políticas dos partidos. Maravilhoso na teoria. A se provar na prática.

Naturalmente, ainda estamos no campo das expectativas. O lado positivo é que o novo governo assume o país com uma economia estabilizada, com retomada do crescimento, inflação abaixo da meta (mesmo com dois grandes choques em 2018 – greve dos caminhoneiros e 15% de depreciação cambial) e Selic no patamar mais baixo da história.

Além destas questões internas, uma outra fonte de incerteza vem da economia mundial, que começa a enviar sinais de exaustão depois de muitos anos de recuperação. Com desaceleração na Europa, guerra comercial potencialmente

nociva entre China e EUA e o Fed retirando liquidez do sistema, os ativos de risco mundo afora começaram a reagir, com fortes quedas generalizadas nos principais mercados. A torcida é para que isso não se traduza em elevada volatilidade, principalmente na moeda brasileira, o que poderia dificultar os ajustes tão necessários.

Torcemos para que o pragmatismo tome conta deste governo. Que escolha as grandes batalhas logo de cara para aproveitar o elevado capital político conquistado nas urnas. Que não se perca em caça a fantasmas ideológicos nem em bate-bocas desnecessários com a oposição sobre temas pouco relevantes. O momento é de foco nos ajustes, aproveitando que a oposição ainda se encontra desorganizada e sem uma liderança clara.

TEOREMA FIA

Encerramos o ano de 2018 com um retorno de +12,6% no Teorema FIA, versus um desempenho de +15,0% do Ibovespa, uma alta de 8,1% do índice de Small Caps e +6,4% do CDI. No segundo semestre, o fundo teve alta de 20,4% e, no primeiro semestre, queda de 6,5%. Desde as eleições até o encerramento do ano, o Teorema FIA subiu 8,3%, enquanto o Ibovespa subiu 2,5% e o índice de Small Caps subiu 8,8%.

As maiores contribuições positivas para o fundo em 2018 vieram de Energisa, Itaú, B3, Rumo e Guararapes. Do lado negativo, as principais contribuições vieram de Fleury e de uma operação de proteção cambial que montamos extraordinariamente para as eleições.

Pelas implicações negativas que vislumbrávamos em uma eventual vitória de Fernando Haddad (embora esse não fosse o nosso cenário base), decidimos fazer uma proteção cambial, limitando a perda em dólares de todo o patrimônio do Fundo. A ideia foi proteger o poder de compra em moeda forte dos cotistas caso esse cenário de grande impacto negativo se materializasse.

Fora essa situação extraordinária, continuamos com a mesma filosofia. Sermos sócios de bons negócios, que sejam geradores de caixa, com potencial de crescimento e administrados por gente competente e alinhada. Almejamos ter mais destes negócios quando estiverem subvalorizados e menos quando estiverem sobrevalorizados.

	Atribuição de Performance	Desempenho		
	2018	1S18	2S18	2018
Energisa	3,8%	7,1%	27,2%	36,3%
Itaú	3,3%	-5,3%	32,0%	25,1%
B3	3,0%	-10,2%	31,1%	17,7%
Rumo	2,9%	8,7%	20,6%	31,1%
Guararapes	1,7%	-37,1%	72,2%	8,4%
Eneva	1,1%	-14,4%	35,2%	15,8%
Alpargatas	1,0%	-30,7%	40,7%	-2,5%
lochpe-Maxion	0,6%	-9,1%	13,9%	3,5%
Valid	0,6%	-10,4%	8,4%	-2,9%
T4F	0,2%	7,5%	-6,6%	0,4%
Camil	-0,2%	-15,7%	6,8%	-10,0%
M Dias Branco	-0,3%	-28,2%	14,4%	-17,9%
Fras-Le	-0,4%	-12,3%	-2,1%	-14,2%
USD (Proteção Cambial)	-1,2%	-14,6%	-0,1%	-14,7%
Fleury	-1,5%	-10,7%	-25,2%	-33,2%
Outros	-2,0%			
Teorema FIA	12,6%	8,3%	20,4%	12,6%
Ibovespa		2,5%	20,8%	15,0%
Índice Small Caps		-9,0%	18,8%	8,1%

Em relação às perspectivas para os próximos anos, continuamos com uma visão positiva. Temos manifestado isso em nossas cartas desde o início de 2017. Os argumentos continuam os mesmos:

- **Momento de ciclo econômico favorável** – após dois anos (2015 e 2016) de dura recessão, que tirou quase 10% de PIB per capita do país, seguidos de mais dois anos de desempenho econômico pífio (+1,0% em 2017 e algo próximo disso em 2018), tudo indica que uma aceleração do crescimento econômico deverá acontecer, sem grandes esforços, agora que esperamos uma normalização do ambiente econômico e político brasileiro;
- **Alta ociosidade na economia** – esse crescimento marginal acontecerá dentro de um ambiente de alta ociosidade produtiva nas empresas, o que é bom para os resultados no curto prazo. Toda essa nova receita se torna geração de caixa com muito mais facilidade, pois a necessidade de investimento é muito baixa nesse momento do ciclo econômico;
- **Custos** – os custos da economia estão contidos de maneira geral. Exemplos são a própria inflação e o custo de capital, que estão bem baixos para os padrões brasileiros. Projetamos que isso deve continuar assim por um tempo ainda. Ou seja, há espaço para crescimento razoável dos lucros das empresas nos próximos 12-24 meses;
- **Valuation** – já não identificamos mais tantas barganhas, porém não consideramos os preços excessivos, principalmente neste ponto do ciclo;

- **Novo Governo / Novo Modelo Mental** – temos agora (depois de intermináveis 15 anos) um governo em busca de produtividade e da aceleração do crescimento econômico. Isso não é pouco.

Quanto às nossas principais investidas, segue abaixo um breve resumo dos acontecimentos recentes e de nossas expectativas:

B3 – 2018 foi mais um ano muito bom para a companhia. Além da conclusão do processo de aquisição da Cetip, houve a consolidação de uma cultura corporativa focada em desenvolvimento de novos produtos e inovação (leia-se “clientes”). O *pipeline* de produtos anunciado até agora é muito robusto. Se 2018 já foi um ano de recordes de volumes, os próximos anos prometem ser ainda melhores.

Nossa tese continua a mesma e a B3 continua sendo a maior posição da carteira. Temos alta convicção de que o mercado de capitais ganhará muito mais relevância nesse novo ciclo do Brasil, com os bancos mais restritivos e o BNDES recuando no crédito. O Brasil é subpenetrado em praticamente todos os produtos oferecidos pela B3. O potencial de crescimento é enorme.

Energisa – mais um ano muito bom para a Energisa também. O destaque foi a aquisição de duas distribuidoras deficitárias da Eletrobrás: Ceron e Eletroacre. Gostamos muito de situações como essas – isto é, a companhia crescendo em negócios em que tem vantagens competitivas claras. Nessas duas empresas, a Energisa conseguirá implementar o que faz de melhor: *turn-around* de distribuidoras de energia elétrica e posterior operação com muita eficiência. Essa combinação costuma ser benéfica para os acionistas e para a sociedade também¹.

Continuamos muito animados com o caso, que é a segunda maior posição da carteira. Enxergamos retornos bastantes interessantes ainda, mesmo depois de uma valorização forte das ações ao longo de 2017 e 2018.

Alpargatas – o grande destaque da Alpargatas em 2018 foi o início do processo de sucessão do seu CEO Márcio Utsch. Depois de 22 anos na companhia, sendo 15 como presidente, Utsch encerrou em 2018 um ciclo à frente de um dos maiores casos de construção de marca do Brasil. Durante sua gestão, as vendas de Havaianas passaram de 40 milhões de pares por ano para mais de 250 milhões e a marca penetrou todas as classes sociais do país. Um feito e tanto! Quem o sucederá será Roberto Funari, que assume o bastão depois de passar pelo Conselho de Administração da companhia e de ocupar vários cargos de liderança na Ásia e na América Latina na multinacional de bens de consumo Reckitt Benckiser. Acreditamos que ele trará uma visão mais global para a companhia e vai conseguir destravar o potencial internacional que essa marca claramente tem.

Camil – mais nova investida da carteira (fevereiro de 2018). Enxergamos a Camil como uma daquelas *small caps* que tem potencial para virar *mid/large cap* nos próximos anos. Trata-se de uma empresa que vende produtos básicos (arroz, feijão, açúcar e pescados) e é controlada por uma família que construiu o negócio do zero e a administra com visão de longo prazo. Os grandes temas lá são: (i) consolidar os principais mercados em que atua (há muitas oportunidades) e (ii) construir marcas fortes. Ambas estratégias demandam visão e investimentos de longo prazo. Gostamos de situações como esta também. Em 2018, continuaram executando seu plano. Investiram bastante em suas marcas e compraram a SLC Alimentos.

Guararapes – Flavio Rocha deixou o cargo de CEO da Riachuelo e virou Presidente do Conselho da controladora Guararapes. Suas funções executivas foram divididas em duas: Oswaldo Nunes assumiu as Lojas Riachuelo e Newton Rocha assumiu a Midway Financeira, que passará a ser um banco com potencial de desenvolvimento de novos produtos.

Outro grande destaque de 2018 foi a unificação de classe de ações que ocorreu no quarto trimestre. Mais um passo na melhoria da governança da companhia e na liquidez da ação. Mais alguns movimentos ainda podem ser feitos, como, por exemplo, o *spin-off* do Shopping Midway e a venda de alguns imóveis não-operacionais.

Com a retomada da economia e a companhia mais organizada, acreditamos que os próximos anos continuarão sendo muito bons para a Guararapes.

¹ A população fica satisfeita pois os serviços melhoram - as quedas de energia são mais curtas e menos frequentes. A tarifa de energia cobrada por vezes cai também. Novas áreas geográficas são atendidas. Políticos das regiões são beneficiados, pois há uma sensação generalizada na população os serviços melhoraram. A Eletrobrás deixa de ter que cuidar de operações deficitárias que demandavam aportes de recursos ano após ano. Enfim, uma situação ganha-ganha para todos.

Eneva – este é um investimento relativamente novo (4T17) e sobre o qual ainda não tínhamos falado. Trata-se da antiga MPX de Eike Batista. Depois de passar por processo de recuperação judicial, hoje é uma companhia integrada de geração termelétrica com 4 usinas movidas a gás e 2 a carvão, plenamente operacionais, com capacidade instalada de 2,6 GW e produção diária de gás de aproximadamente 8,4 milhões de m³.

Inicialmente, enxergávamos uma companhia com um modelo de negócios muito interessante (*Reservoir-to-Wire*²), oportunidades de melhorias operacionais e financeiras claras, geração de caixa contratada e indexada à inflação, opção de realocação da geração de caixa em novos projetos com altos retornos, um time muito competente e novos acionistas alinhados à criação de valor. Iniciamos o investimento durante uma oferta subsequente de ações (*re-IPO*) realizada em outubro de 2017 e aumentamos a posição ao longo de 2018.

Neste último ano, a companhia entregou o que prometeu. Restruturação societária e financeira. Melhoria operacional em suas plantas. Aumento de suas reservas de gás. Compra de um campo de gás operacional pertencente à Petrobrás na Bacia do Solimões, onde poderá construir uma térmica de 100-150 MW para vender energia em um contrato de longo prazo (20-25 anos). E, para coroar o ano, a companhia venceu o leilão da Aneel para vender energia por 25 anos com o projeto de uma termelétrica de 383 MW, em que o insumo é o calor dos gases de exaustão de outra termelétrica sua. Ou seja, o custo de insumo é praticamente nulo. Trata-se de um investimento da ordem de R\$ 1,2 bilhão que, segundo nossos cálculos, gerarão retornos acima de 20% ao ano acima da inflação. Estamos muito animados com esse caso e enxergamos retornos excelentes nos próximos anos.

Fleury – para as ações do Fleury, o ano foi negativo (33,2% de queda). Nem tanto para os negócios. O que aconteceu foi nada mais que um grande ajuste de expectativas no preço da ação. No início de 2018, o mercado precificava um cenário demasiadamente positivo para a companhia (crescimento de receita muito forte com expansão de margens). Naquele momento, tínhamos uma pequena posição na empresa, pois já não concordávamos com as premissas embutidas no preço da ação. Conforme os resultados do Fleury desapontaram os mais otimistas, o preço da ação veio para baixo.

O assunto principal é o desempenho da marca Fleury, que teve desaceleração de vendas em “mesmas lojas” ao longo de 2018. Acreditamos que essa situação é passageira. Fora essa questão na marca Fleury, a companhia continua muito bem no seu outro grande segmento, A+, e, dada a forte geração de caixa, consegue crescer o negócio pagando praticamente 100% do lucro em dividendos. Além disso, depois dessa queda no preço da ação, o *valuation* voltou a ficar atrativo. Portanto, voltamos a ter uma posição importante para o fundo em Fleury.

TEOREMA FIEX

No segundo semestre de 2018, o Teorema FIEX teve retorno de -2,9% em reais e -3,0% em dólares, enquanto o S&P 500 teve retorno de -7,3% em reais e -7,8% em dólares. O real ficou praticamente estável nesse período, embora tenha sofrido com alta volatilidade. No ano, o Teorema FIEX subiu 10,0% em reais e caiu 6,1% em dólares, enquanto o S&P 500 subiu 9,8% em reais e caiu 6,2% em dólares – a primeira queda anual desde 2008. O real se depreciou em 14,7% no ano.

As posições do fundo ao final de 2018 eram: ETF de S&P 500 20,0%, Berkshire Hathaway 13,0%, Disney 13,0%, Citigroup 12,0%, Johnson & Johnson 8,0% e uma pequena nova posição em Kraft Heinz de 4,0%. O restante da carteira (30,0%) segue alocado em títulos de dívida (*bonds*) de empresas brasileiras (B3 e Itaú).

O segundo semestre de 2018 foi marcado por um alto nível de volatilidade, algo que há tempos não se via nos mercados. Dezembro, especificamente, foi um mês brutal para ativos de risco pelo mundo todo. Foi o segundo pior dezembro desde a Grande Depressão, com o S&P 500 caindo 9,2% no mês. A explicação passa por vários temas; mas resumidamente, foi uma junção de desaceleração da economia mundial com guerra comercial entre China e EUA e aumento de juros (e/ou retirada de liquidez) na moeda americana. Com isso, o mercado começou a ajustar os preços antecipando uma possível recessão³ global nos próximos meses.

² *Reservoir-to-Wire* é o modelo verticalizado de monetização de reservas de gás por meio da venda de energia elétrica. Trata-se de um processo de extração de gás, queima desse gás numa termelétrica, geração de energia e entrega dessa energia numa linha de transmissão.

³ A definição tradicional de recessão é uma queda significativa na atividade econômica que perdura por alguns meses. O indicador técnico de uma recessão é de duas quedas consecutivas de PIB trimestral.

O ano todo de 2018 acabou sendo muito ruim para ativos de risco em dólares de maneira geral⁴. Bolsas caíram mundo afora. As moedas dos principais países desenvolvidos e emergentes depreciaram contra o dólar. Dos 48 fundos de países⁵ que acompanhamos, em 2018 somente 3 deles tiveram retornos positivos em dólares: Catar (20,1%), Arábia Saudita (13,1%) e Nova Zelândia (0,4%). Dos piores desempenhos negativos podemos destacar Turquia (-41,5%), Argentina (-33,5%) e Grécia (-32,9%). Outros destaques são: Alemanha (-21,4%), Coreia do Sul (-20,4%), Japão (-14,1%) e China (-13,3%).

Temos defendido uma postura mais cautelosa em relação ao mercado americano há algum tempo. Diferentemente do Brasil, os EUA (e em boa medida a Europa e alguns países da Ásia, inclusive a China) se encontram em um estágio bem mais avançado do ciclo econômico. Frente a esse cenário, e por que os mercados não paravam de subir (diminuindo assim os retornos esperados), optamos por carregar uma posição elevada de caixa/*bonds* ao longo de 2017 e integralmente em 2018. Ainda optamos também por comprar uma proteção para o S&P 500 nesse período todo.

Seguem os principais destaques relacionados às nossas posições:

Citigroup – foi a surpresa mais negativa de 2018. Com o tema de recessão global tomando conta dos mercados, os bancos de maneira geral sofreram com o medo de que poderiam existir mais perdas de crédito frente a essa eventual recessão. Com o Citi não foi diferente (-22% no 2S18 e -30% em 2018). JP Morgan (-7%), US Bancorp (-12%), Bank of America (-15%), Wells Fargo (-22%), Morgan Stanley (-23%) e Goldman Sachs (-34%) também sofreram quedas importantes no ano. Com retorno sobre patrimônio tangível acima de 11% em 2018, não faz sentido o banco negociar abaixo de valor patrimonial. Essa queda maior nos pareceu exagero de mercado. Portanto, voltamos a comprar ações do Citi no fim de 2018.

Disney – o segundo semestre foi transformador para a companhia. Prestes a concluir a aquisição de boa parte dos ativos da Fox (numa transação multibilionária), a Disney se reposicionou como uma empresa mais global, com muito mais conteúdo de alta qualidade e posição estabelecida no negócio de *streaming*⁶, via controle do Hulu. O segmento de parques e hotéis continua muito bem. Mesmo com aumentos de preços sucessivos nos preços dos *tickets*, o interesse de visitantes continua sendo muito maior que a capacidade dos parques. Não é à toa que a Disney anunciou investimentos maciços nessa unidade. Especula-se que investirão em torno de US\$ 24 bilhões (sim, o equivalente a quase R\$ 90 bilhões) em seus parques de Orlando, Califórnia e Hong Kong nos próximos 5 anos, com atrações novas do *Toy Story* e *Star Wars*; eventualmente construirão até um novo parque. Por outro lado, o negócio da ESPN continua sofrendo por conta dos cancelamentos de assinatura de TV a cabo mundo afora. Com o desenvolvimento do negócio de *streaming*, esperamos que a ESPN retome o seu protagonismo com certa facilidade. Gostamos muito do caso e enxergamos retornos de duplos dígitos em dólares para os próximos anos.

Kraft Heinz – é um investimento iniciado ao longo do segundo trimestre de 2018. A fabricante dos famosos *ketchups* Heinz e queijo Philadelphia é hoje co-controlada pela 3G Capital (dos brasileiros Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira) e pela Berkshire Hathaway de Warren Buffett. A tese inicial foi baseada em uma companhia muito bem gerida, detentora de importantes marcas globais, com as melhores margens da indústria e com um problema de crescimento de vendas nos EUA, principalmente. Nossa aposta era que a turma do 3G, conhecida pelos feitos do passado na AB Inbev e no Burger King, conseguiria virar esse jogo e, caso conseguisse, o investimento em Kraft Heinz seria muito rentável para os acionistas. Até o momento, essa tese está para se provar. O caso continua pequeno em nosso fundo, pois ainda não ganhamos a necessária convicção de que essa batalha será vencida. Mas, em se tratando de uma empresa do 3G, vale acompanhar os desenvolvimentos. Começamos a montar posição no segundo trimestre, depois de uma forte queda das ações.

⁴ Um estudo do Deutsche Bank apontou que 89% dos ativos financeiros do mundo tiveram retornos negativos em USD em 2018, o pior número desde 1901. <https://bloom.bg/2SSZww6>.

⁵ São ETFs que replicam o principal índice de bolsa desses países, só que em dólares americanos.

⁶ *Streaming* é uma forma de distribuição digital (especialmente de áudio e vídeo) *on demand* estável e de fluxo contínuo que permite a reprodução da mídia começar antes de todos os dados terem sido baixados. Um exemplo é o Netflix.

Caso tenha alguma dúvida, por favor não hesite em nos contatar.



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.