CARTA SEMESTRAL – 1S19

No Brasil, o ano de 2019 começou com grandes expectativas em torno do novo Governo Federal. Embora longe de ser uma unanimidade, o novo Presidente incorporou a pauta econômica liberal (na medida do possível, é claro) e, com isso, a vital reforma da Previdência enfim foi encaminhada ao Congresso. Tudo indica que nos próximos meses ela será definitivamente aprovada, com economias substanciais para os cofres públicos ao longo dos próximos anos. Uma outra reforma importantíssima (tributária) deve ser votada no segundo semestre e modernizações nas relações de trabalho (CLT) têm sido realizadas. Além disso, o tamanho do Estado na economia vem sendo reduzido, com a venda de participações estatais em empresas listadas e a concessão de ativos de infraestrutura (ferrovias, portos, aeroportos). Conforme amplamente debatido e noticiado, isso tem provocado um fechamento da curva de juros brasileira e, consequentemente, uma apreciação dos ativos de risco em geral.

Nesse contexto, a Bolsa brasileira tem sido beneficiada – e, nos parece, deverá continuar sendo. É fato que a alta de quase 15% do Ibovespa no primeiro semestre ocorreu majoritariamente por expansão de múltiplos; isto é, os investidores estão dispostos a pagar mais pelos mesmos resultados correntes. Em outras palavras, os resultados das empresas brasileiras, na média, ainda não estão crescendo a contento – haja vista a anêmica recuperação do PIB desde a última crise. Porém, por ora o mercado voltou a acreditar que o futuro pode ser muito melhor que o presente. Compartilhamos em algum grau dessa visão e seguimos em busca de empresas que possam desempenhar bem em diversos cenários, melhores ou piores.

Em paralelo, no ambiente global o cenário benigno permanece. O S&P 500 se apreciou em mais de 17% no primeiro semestre e os juros americanos de 10 anos voltaram a rondar os 2% ao ano. Ou seja, a chamada “guerra comercial” promovida pelos Estados Unidos contra vários países, com destaque para a China, ainda não produziu efeitos tão nocivos. De qualquer forma, depois de quase 10 anos de expansão econômica nos EUA, é razoável supor que no futuro próximo tenhamos algum tipo de correção nos ativos financeiros globais. Esperamos, porém, que, quando isso acontecer, o Brasil já terá se fortalecido economicamente, de forma que não sinta os efeitos dessa correção tão diretamente. De qualquer maneira, vale repetir: seguimos em busca de empresas que possam desempenhar bem em diversos cenários, melhores ou piores.

TEOREMA FIA

No primeiro semestre de 2019, o Teorema FIA teve um desempenho de +12,5%, versus +3,1% do CDI, +14,9% do Ibovespa e +19,3% do SMLL (Índice Small Cap).

As 5 empresas que mais contribuíram para esse desempenho foram B3, Eneva, Energisa, Rumo e Alpargatas. As 4 primeiras estão entre as 5 maiores posições do fundo há algum tempo, mas Alpargatas não. Ou seja, graças a uma expressiva alta de 49,9% nessa primeira metade do ano, Alpargatas teve contribuição relevante para a cota do fundo, mesmo com uma alocação menor (<5%).

Do lado negativo, Guararapes, Valid e Time For Fun foram os destaques, conforme tabela ao lado.

	Contribuição para o Fundo	Desempenho da Ação
	1S19	1S19
B3	4,7%	39,7%
Eneva	4,1%	49,9%
Energisa	2,8%	24,2%
Rumo	2,0%	21,9%
Alpargatas	1,9%	49,9%
Fleury	0,8%	7,9%
Itaú	0,5%	2,1%
Fras-Le	0,2%	3,9%
Camil	0,2%	1,8%
Iochpe-Maxion	-0,1%	-6,3%
M. Dias Branco	-0,5%	-9,0%
T4F	-0,5%	-28,6%
Valid	-0,7%	-14,0%
Guararapes	-1,1%	-20,4%
Outros	-1,7%	
Teorema FIA	**12,5%**	**12,5%**
Ibovespa		14,9%
Índice Small Cap		19,3%

Sobre B3, Eneva, Energisa e Alpargatas falamos em nossa última carta (2S18) e o desempenho recente das ações dessas empresas basicamente reflete a evolução dos negócios subjacentes, além, é claro, de uma expansão de múltiplos (re-rating) observada em quase toda a Bolsa brasileira. O mesmo vale para a Rumo, sobre a qual também falamos em nossa penúltima carta (1S18).

Com relação à Eneva, vale registrar ainda que a companhia já concretizou o projeto de utilização do gás do campo de Azulão, no Amazonas, adquirido da Petrobrás no final de 2017. Ela construirá uma usina termelétrica em Boa Vista, Roraima, e enviará o gás extraído desse campo para lá. Com as premissas que temos em mãos, estimamos que essa operação gerará valor substancial aos acionistas.

Também na Rumo um importante movimento estratégico foi efetivado: a companhia venceu o leilão da Ferrovia Norte-Sul, "fechando" com isso a saída de grãos de Mato Grosso e Goiás. E, tão importante quanto, os retornos esperados do projeto são atrativos.

Quanto à Guararapes, conforme comentamos na última carta (2S18), o momento é de evolução societária: pela primeira vez na história da companhia um desdobramento (split) das ações foi realizado. Embora isoladamente um fato pequeno e corriqueiro, para a Guararapes este é um marco no relacionamento com o mercado de capitais – e, de quebra, tende a melhorar mais um pouco a liquidez de suas ações. Por outro lado, o desempenho operacional da Riachuelo, sua rede de lojas, tem decepcionado nos últimos meses. Aparentemente, além dos problemas exógenos (atividade econômica ainda fraca, desemprego ainda elevado), a nova cadeia de comando da companhia parece estar ainda em acomodação. Precisamente em função disso, a posição atual do fundo em Guararapes é menor que no passado. Porém, seguimos confiantes na tese de longo prazo deste investimento e, quando seu valuation ficar mais barato e/ou quando tivermos maior visibilidade sobre a nova gestão da companhia, muito provavelmente voltaremos a aumentar a posição.

No caso da Valid, uma nuvem escura que há algum tempo se formava enfim chegou sobre a companhia: o prazo de validade da Carteira Nacional de Habilitação (CNH) deverá ser estendido de 5 para 10 anos. Portanto, quase metade dos volumes esperados para os próximos anos está sob risco (a extensão de prazo valerá para motoristas com menos de 65 anos). Este é um dos segmentos mais rentáveis da companhia (talvez o mais rentável), daí a preocupação de muitos com o caso. Acreditamos que os preços atuais das ações da Valid já incorporam essa má notícia e esperamos que a evolução dos resultados de outras áreas da companhia (educação, por exemplo) impulsionem a valorização das ações nos próximos meses.

Por fim, Time For Fun. Depois de quase 7 anos, decidimos encerrar esse investimento. As perspectivas para a companhia seguem pouco animadoras, parte em função das tais variáveis exógenas (atividade econômica, desemprego), parte em função da própria natureza do negócio (pouca recorrência, baixas barreiras à entrada de concorrentes). Nos últimos anos, portanto, passamos a nos questionar se essa era realmente uma daquelas empresas para sermos sócios, no sentido abrangente do termo (conforme já amplamente explorado em cartas anteriores). E concluímos que não. Estamos certos de que faremos melhor uso desse dinheiro em outras empresas.

TEOREMA FIEX

No primeiro semestre de 2019, o Teorema FIEX teve um desempenho (em US$) de +10,7%, versus +6,1% do US Treasury 10 anos e +17,3% do S&P 500. Em R$, o Teorema FIEX subiu +9,5%, versus +3,1% do CDI.

Os 3 ativos que mais contribuíram para esse desempenho foram Citi, Disney e o ETF de S&P 500. Acertadamente, aproveitamos o mau-humor global na virada do ano e aumentamos a alocação em Citi e Disney. Com isso, ao final do 1S19, tínhamos 22% do fundo em ETF de S&P 500, 16% em Disney e outros 16% em Citi.

Do lado negativo, Kraft Heinz foi o destaque, conforme tabela ao lado.

	Contribuição para o Fundo	Desempenho da Ação
	1S19	1S19
Citi	4,3%	34,5%
Disney	3,8%	27,4%
ETF S&P 500	3,2%	17,1%
Bonds	0,8%	2,9%
J&J	0,7%	7,9%
Berkshire Hathaway	0,6%	4,4%
Kraft Heinz	-1,0%	-27,9%
Outros	-1,8%	
Teorema FIEX	**10,7%**	**10,7%**
S&P 500		17,3%

Obs.: variações em US$

Sobre Citi e Disney falamos na carta anterior (2S18) e os desempenhos recentes das ações dessas empresas têm explicações distintas, embora possamos dizer que ambos negócios subjacentes continuam evoluindo a contento. No caso do Citi, basicamente houve uma correção de queda aguda e exagerada sofrida pela ação no final de 2018. Já no caso da Disney, a principal explicação reside na evolução de sua estratégia de streaming. A companhia definiu uma data (12-Nov-2019) e um preço (US$ 6,99 por mês) para o Disney+, seu aplicativo que concorrerá diretamente com Netflix e outros. Vale lembrar ainda que, após a aquisição da melhor parte da Fox, a Disney passou a controlar o Hulu (um dos principais concorrentes da Netflix). Por fim, o desenvolvimento do ESPN+ continua e o aplicativo deve ser lançado em breve na América Latina.

Da KraftHeinz, por outro lado, tivemos algumas más notícias. Ao divulgar o resultado do 4º trimestre de 2018, a companhia (i) mostrou números operacionais mais fracos que os esperados, (ii) registrou um impairment (baixa contábil) no valor de algumas marcas da ordem de US$ 15 bilhões e (iii) informou que a SEC (CVM norte-americana) havia iniciado uma investigação sobre algumas práticas contábeis da empresa. Naquele dia, a ação caiu 27%. Desde então, a companhia trocou seu CEO e republicou seus relatórios anuais de 2015 a 2018. Estamos neste momento revisitando a tese de investimento na companhia.

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

Obrigado pela confiança,

teorema@teoremacapital.com.br
(55 11) 3085-1522
www.teoremacapital.com.br

teorema
CAPITAL

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 liquida 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.