

CARTA SEMESTRAL – 2S19

Os mercados financeiros globais fecharam 2019 em clima de euforia. Bolsas em alta, juros em baixa, recordes em IPOs e em transações de *private equity*. É como se os riscos de recessão no mundo desenvolvido tivessem diminuído, e não aumentado. Os principais bancos centrais do Ocidente (norte-americano e europeu) pensam diferente; afinal, voltaram a lançar mão de pacotes de estímulo econômico para precisamente evitar – ou postergar – uma recessão que se avizinha. Esse aparente paradoxo tem uma explicação elementar: desde a última grande crise financeira (2008/2009), os mercados se acostumaram a comemorar os estímulos dados pelos bancos centrais. E, verdade seja dita, nesses últimos 10 anos isso tem funcionado.

Por aqui, no Brasil, o clima é semelhante. Mas desta vez há algo verdadeiramente digno de comemoração: o patamar em que se encontram as taxas básicas de juros, inédito para esta geração. Esse “um dígito médio” (4 a 6%) das taxas de curto e médio prazo tem um poder avassalador de incentivo à atividade econômica. Investimento produtivo voltou a ser mais atrativo que investimento financeiro. As empresas listadas já incorporam parte desta nova realidade e, a partir de 2020, devemos observar uma retomada mais generalizada do crescimento econômico no país. O Governo Federal, com razoável apoio do Congresso, segue com as pautas “liberalizantes”, como privatizações, reformas estruturantes (tributária, trabalhista), concessões de infraestrutura, estímulo à concorrência; enfim, ações na direção de melhorar o ambiente de negócios e, conseqüentemente, reativar a economia.

Embora compartilhemos em boa medida desse entusiasmo do mercado (mais em relação ao Brasil e menos em relação ao resto do mundo; afinal, vale lembrar, até mesmo na China as taxas de crescimento têm sido menores), seguimos com a usual prudência nos portfólios. O Teorema FIA (Brasil) tem 30% dos ativos em empresas de infraestrutura (energia elétrica e ferrovia), além de 17% em caixa. Já o Teorema FIEIX (Mercados Desenvolvidos) tem 30% em *bonds* e uma opção de venda (*put*) para outros 20% dos ativos. Acreditamos que haverá, no futuro próximo, boas oportunidades de alocação de capital tanto no Brasil quanto no exterior.

TEOREMA FIA

Em 2019, o Teorema FIA teve um desempenho de +37,2%, versus +6,0% do CDI, +31,6% do Ibovespa e +58,2% do SMLL (índice *Small Cap*).

As 5 empresas que mais contribuíram para esse desempenho foram Eneva, B3, Energisa, Fleury e Rumo. Exceto por Fleury, todas elas dentre as 5 maiores posições do fundo há algum tempo. Sobre Fleury, investimos ininterruptamente na companhia desde o final de 2015. Porém, ao longo de 2016 e 2017, julgamos que seu *valuation* havia deixado de ser atrativo e, portanto, reduzimos muito a posição. Já entre 2018 e 2019, pela queda da ação e pela evolução do negócio, enxergamos uma oportunidade de novamente aumentar a exposição ao caso e, com isso, nos beneficiamos da expressiva alta da ação no 2º semestre de 2019 (+44,2%).

	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	2019	2019
Eneva	13,6%	171,5%
B3	6,8%	63,6%
Energisa	4,9%	48,0%
Fleury	4,5%	62,2%
Rumo	4,0%	53,5%
Camil	2,1%	31,1%
Alpargatas	2,0%	143,8%
Guararapes	1,8%	20,2%
Ultrapar	1,6%	-1,8%
Itaú	0,8%	10,3%
lochpe-Maxion	0,3%	-1,0%
Fras-Le	0,3%	31,6%
Valid	0,1%	-1,3%
M Dias Branco	-0,4%	-10,9%
T4F	-0,5%	-14,5%
Outros	-4,9%	
Teorema FIA	37,2%	37,2%
Ibovespa		31,6%
Índice Small Cap		58,2%

Do lado negativo, tivemos apenas duas posições: Time For Fun (investimento encerrado no 1º semestre de 2019) e M Dias Branco, sobre a qual comentaremos mais adiante.

Eneva foi o investimento de maior destaque em 2019. A companhia, que há alguns anos estava em recuperação judicial, vem demonstrando características desejáveis do mundo corporativo: disciplina na alocação de capital, eficiência operacional e apetite por crescimento. Com isso, o 2º semestre de 2019 foi recheado de boas notícias para a empresa, com a aquisição de novos blocos em terra para exploração de gás, novos contratos para fornecimento de energia elétrica, aquisição de participação em termelétrica com suprimento de gás do pré-sal, refinanciamento de dívidas. Apesar da alta expressiva da ação neste ano (+171,5%), pela evolução que temos observado no negócio, Eneva deve continuar sendo uma das principais posições do fundo por algum tempo.

O investimento em B3 também continuou rendendo bons frutos. Somos acionistas da empresa há mais de 5 anos e, portanto, acompanhamos de perto tanto a evolução endógena da companhia (aquisição da Cetip, ganho de eficiência operacional) quanto a melhoria expressiva do mercado de capitais brasileiro desde o fim do Governo Dilma. Por exemplo, o volume médio diário negociado no mercado de ações passou de cerca de R\$ 7 bilhões em 2014 para aproximadamente R\$ 17 bilhões em 2019. Crescimentos dessa ordem ocorreram também em outras linhas de negócio da empresa. Com isso, seu lucro saiu de perto de R\$ 1 bilhão para mais de R\$ 3 bilhões nesse período. Agora, o principal risco para este caso – concorrência – decorre justamente dessa pujança do negócio. Recentemente esse assunto voltou à tona e é possível que no futuro próximo tenhamos outros ambientes de negociação operando no Brasil. Não acreditamos que a dominância da B3 esteja tão ameaçada, mas é possível que seus resultados sejam “menos espetaculares” nos próximos anos. Ainda assim, este continua sendo um dos melhores negócios do país, com *valuation* aceitável e, portanto, seguirá tendo seu espaço no portfólio.

Quanto a Energisa e Rumo, ambas mantiveram seu ritmo de evolução, com aumento de volumes e melhoria operacional e, no caso da Energisa, mais duas aquisições atrativas nos últimos 18 meses (Ceron e Eletroacre). Embora tanto Energisa quanto Rumo possam ser considerados investimentos mais defensivos (distribuição de energia elétrica e ferrovia), cabe ressaltar que, mesmo depois de valorizações expressivas em anos anteriores, em 2019 cada uma dessas ações subiu em torno de 50%. Apesar disso, como seguimos satisfeitos com a gestão dessas companhias e julgamos seus *valuations* ainda atrativos, o fundo continuará com exposição relevante a ambos os casos.

Já, para a M Dias, 2019 foi um ano difícil. Talvez o mais difícil da história recente da companhia. A economia do Nordeste do Brasil – seu principal mercado – segue frágil e, assim, a população reduziu o consumo até mesmo de massas e biscoitos (seus dois principais negócios). Além disso, o trigo, seu principal insumo, segue em níveis relativamente altos, especialmente em Reais. Com tudo isso, suas margens foram muito comprimidas (a margem EBITDA deve fechar o ano pouco acima de 11%, versus o histórico de 15 a 20%) e, naturalmente, seus resultados pioraram bastante. Porém, acreditamos na força competitiva da empresa e em sua eficiência operacional; com a

retomada da economia, devemos observar uma recuperação expressiva de resultados nos próximos anos. O *valuation* atual, portanto, nos parece bem atrativo.

Neste 2º semestre começamos a investir em Ultrapar. Há anos acompanhamos a empresa, por acreditarmos que este foi um bem-sucedido caso de geração de valor ao longo de décadas, e mais notadamente depois da aquisição da Ipiranga, em 2007. Somente nos últimos meses, porém, nos sentimos confortáveis em investir, uma vez que seu *valuation* já havia se ajustado suficientemente. A empresa vem saindo de uma fase difícil, com perda de rentabilidade em Ipiranga (seu principal negócio), reveses nas tentativas de aquisição de Liquigás e AleSat e uma operação deficitária na Extrafarma. Ainda assim, sua posição competitiva em seus principais mercados é forte e seus retornos sobre capital são decentes. Acreditamos, portanto, que ao voltar suas operações aos trilhos, a companhia apresentará resultados crescentes e retornos ainda mais atrativos.

Por fim, depois de 3 anos, decidimos encerrar o investimento em Fras-Le. A companhia entregou em boa medida o plano de crescimento que havia traçado em 2016: foram 3 aquisições importantes (Armetal, Fremax e Nakata), todas alinhadas a seu *core business* e com *valuations* relativamente atrativos (exceto pela Armetal, uma operação argentina adquirida antes dessa última grande depreciação do Peso). Porém, ao longo dos últimos 12-24 meses, suas ações se mostraram incomodamente ilíquidas, até mesmo para nós. Com isso, não nos sentimos confortáveis em aumentar exposição quando o *valuation* se mostrou muito descontado. E assim a posição seguiu pequena no portfólio. Portanto, achamos por bem encerrar este caso e alocar tempo em investimentos com maior potencial de impacto no fundo.

TEOREMA FIEX

Em 2019, o Teorema FIEX teve um desempenho (em US\$) de +15,4%, versus +8,5% da *US Treasury* 10 anos e +28,9% do S&P 500. Em R\$, o Teorema FIEX subiu +20,0%, versus +6,0% do CDI.

Como no 1º semestre, no ano de 2019 os 3 ativos que mais contribuíram para esse desempenho foram Citi, ETF de S&P 500 e Disney. Do lado negativo, tivemos apenas Kraft Heinz (vide tabela abaixo).

Conforme comentamos mais acima, o momento para ativos de risco nos Estados Unidos é muito bom. As empresas investidas do fundo, naturalmente, se beneficiaram disso. É claro que seus negócios também evoluíram, mas sem dúvida houve uma expansão de múltiplos ao longo de 2019. Sobre Citi não há novidades relevantes, então a seguir falaremos sobre as outras companhias.

	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	2019	2019
Citi	6,3%	57,8%
ETF S&P 500	6,0%	28,7%
Disney	4,6%	33,5%
Berkshire Hathaway	1,5%	10,9%
Bonds	1,5%	5,3%
J&J	1,2%	16,2%
Kraft Heinz	-0,9%	-21,2%
Outros	-4,8%	
Teorema FIEX	15,4%	15,4%
S&P 500		28,9%

Disney: como comentamos na carta anterior, a empresa enfim entrou no mundo do *streaming*. Informações oficiosas dão conta de que já são mais de 25 milhões de assinantes do Disney+. Nada mal para um serviço que começou a ser vendido há menos de dois meses. Como comparação, a Netflix, líder de mercado, tem cerca de 160 milhões de assinantes.

Berkshire Hathaway: mais um ano de *underperformance* da Berkshire (versus S&P). Warren Buffett tem tido dificuldade em encontrar aquisições relevantes a preços atrativos e, com isso, o nível de caixa da companhia atingiu o recorde de US\$ 128

Obs.: variações em US\$

bilhões. Algumas recompras de ações foram feitas, mas os valores são módicos. Ainda assim, seguimos confiantes

com o investimento e, aliás, nos perguntamos constantemente se esse nível recorde de caixa não indica uma correção próxima nos mercados globais...

Johnson & Johnson: um ano difícil para a companhia, que continuou enfrentando processos judiciais relevantes em duas de suas unidades de negócio. O mais antigo está relacionado às acusações de que o talco produzido pela empresa causa câncer e o mais recente tem a ver com a crise dos medicamentos baseados em ópio (*opioids*) em curso nos Estados Unidos. Sem entrar no mérito dos casos, acreditamos na solidez da companhia, e seu *valuation* parece já incorporar grande parte desses problemas. Mantemos o investimento, embora atualmente em um tamanho menor.

KraftHeinz: conforme comentamos na última carta, depois de um 1º semestre de más notícias, a companhia trocou seu CEO e revisou suas prioridades estratégicas. Optamos por dar o benefício da dúvida para a nova gestão e, no momento, estamos mantendo a (pequena) posição.

Caso tenha alguma dúvida, não hesite em nos contatar.

Obrigado pela confiança,



teorema@teoremacapital.com.br

 (55 11) 3085-1522

www.teoremacapital.com.br



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.