

CARTA SEMESTRAL – 1S20

Na última carta (referente ao 2º semestre de 2019), fizemos um alerta sobre o entusiasmo dos mercados financeiros mundo afora. Naquele “longínquo” janeiro de 2020, os *valuations* dos ativos de risco pareciam não ter limite superior. Mas, como sabemos, as árvores não crescem até o céu. Embora não soubéssemos que estávamos às vésperas de uma pandemia, algo que sabíamos é que deveríamos reduzir o nível de risco dos portfólios – e foi o que fizemos. Com isso, entramos na crise com nível de caixa acima da média e com empresas mais defensivas entre as maiores posições. Nossa prudência se pagou: atravessamos a parte mais aguda da crise com tranquilidade e aproveitamos para alocar quase todo o caixa nas empresas já investidas. Basicamente, portanto, pudemos comprar mais ações de empresas sólidas a preços módicos.

Por outro lado, a forte recuperação observada nas bolsas globais nos últimos 3 meses nos parece precoce. Em nossa opinião, alguns dos efeitos desta crise que ainda estamos vivendo serão duradouros. O aumento do desemprego e a consequente perda de renda da população resultarão em uma queda no consumo das famílias. Soma-se a isso o fato de que, em uma crise de saúde pública, os indivíduos tendem a se deslocar menos, a gastar apenas com o essencial e assim por diante. Setores como aviação e turismo de negócios devem ter perdas quase estruturais de demanda. Já setores como comércio eletrônico e tecnologia da informação, entre outros, são vencedores inequívocos desta nova realidade. Como não sabemos quais mudanças são estruturais e quais são conjunturais, preferimos seguir em busca de empresas rentáveis, com vantagens competitivas claras e que, esperamos, consigam prosperar em quaisquer cenários.

Digno de nota nesta crise foi o comportamento dos investidores locais. Com toda a volatilidade que vivemos ao longo deste semestre, a captação líquida dos fundos de ações acumulou R\$ 50 bilhões até o fechamento de junho de 2020. Nesse ritmo, teremos o melhor ano de captação da história para a categoria. Como comentamos na carta anterior, esse novo patamar de taxas de juros no Brasil é um poderoso incentivo ao investimento em ativos de risco, tanto financeiros quanto não-financeiros, como empresas de capital fechado e projetos de infraestrutura. Essa migração de riqueza de ativos livre de risco – títulos do Governo – para ativos de risco deve ajudar o Brasil a sair mais rápido desta crise.

TEOREMA FIA

No 1º semestre de 2020, o Teorema FIA teve um desempenho de -3,2%, versus +1,8% do CDI, -17,8% do Ibovespa e -20,7% do SMLL (Índice *Small Cap*).

Embora negativo, o desempenho do fundo foi substancialmente melhor que o do mercado por 4 fatores principais: (i) entramos na crise com 83% de exposição a ações (17% em caixa), (ii) alocamos quase a totalidade desse caixa ao longo do mês de março – e portanto a preços que se provaram muito descontados, (iii) entre as 5 maiores posições, 3 tiveram desempenho positivo no semestre (Eneva, B3 e M Dias) e 2 caíram menos que os índices (Energisa e Rumo) e (iv) as 2 posições no setor de alimentos (M Dias e Camil) foram diretamente beneficiadas pela pandemia (produtos básicos para alimentação em casa).

B3 mais uma vez foi o destaque de contribuição para o fundo, com +3,6 pontos percentuais na cota (e a ação de maior alta da carteira, +30,3%). Como uma boa empresa de infraestrutura – para o mercado de capitais –, manteve-se operando normalmente durante a fase mais crítica do *lockdown* e viu os volumes transacionados em seu segmento de Listados (leia-se ações, futuros, opções) explodirem, impulsionados tanto pelo crescimento do número de investidores – “os órfãos do CDI” – quanto pelo aumento da volatilidade nos mercados. Com isso, seu lucro líquido no 1º semestre de 2020 deve ser 40% superior ao do 1º semestre do ano passado. Por ora, esta crise tem feito bem à B3.

	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	1S20	1S20
B3	3,6%	30,3%
Camil	1,8%	25,6%
Eneva	1,5%	3,0%
M Dias Branco	1,1%	7,2%
Rumo	-0,1%	-13,8%
Energisa	-0,8%	-7,9%
Fleury	-0,9%	-17,4%
Guararapes	-0,9%	-25,6%
Valid	-1,4%	-36,5%
Ultrapar	-1,5%	-27,0%
Itaú	-1,5%	-30,1%
lochpe-Maxion	-3,0%	-39,6%
Outros	-1,0%	
Teorema FIA	-3,2%	-3,2%
Ibovespa		-17,8%
Índice Small Cap		-20,7%

Outros 2 destaques foram M Dias e Camil. Como comentamos, ambas se beneficiaram diretamente da pandemia. Consumidores presos em casa passaram a consumir mais massas, biscoitos (M Dias) e, principalmente, o bom e velho arroz com feijão (Camil). Em seu 1º trimestre fiscal (março a maio de 2020), a Camil mostrou crescimento de 11% nos volumes vendidos de arroz; em paralelo, os preços de venda melhoraram consideravelmente (+22%) e, com isso, o lucro líquido da empresa mais que dobrou, para além dos R\$ 100 milhões no período. Já na M Dias, embora os volumes estejam crescendo a olhos vistos, os preços estão estáveis e o custo do trigo, sua principal matéria-prima, está subindo consideravelmente em Reais. Portanto, seus resultados serão bons, mas não espetaculares. Desta vez, o desempenho

das ações dessas 2 companhias serve como um bom termômetro da situação: Camil +25,6% e M Dias +7,2% no semestre.

Eneva, que continua sendo a maior posição do fundo, também contribuiu positivamente nesse semestre, embora de forma mais tímida que em 2019. Ao longo dos meses de março e abril (e, portanto, durante a fase mais aguda do *lockdown*) a companhia mais uma vez demonstrou seu arrojo: fez uma oferta hostil para aquisição da AES Tietê, uma outra companhia geradora de energia elétrica. Os argumentos para a aquisição soavam todos muito plausíveis para nós, mas a AES Corp, controladora da Tietê, pensava diferente. A Eneva, com o apoio do BNDES, até teria conseguido adquirir a Tietê – mas a controladora AES se mostrou tão contrária à proposta (ameaçando questionar na Justiça a eventual transação) que a Eneva achou por bem retirar a oferta, ao menos por ora. Em paralelo, a Eneva continuou se capitalizando para, quem sabe, fazer uma nova tentativa, seja com a própria Tietê, seja com alguma outra companhia (talvez a Omega?).

Na ponta negativa, o destaque foi a lochpe. A multinacional brasileira de autopeças foi atingida em cheio pela pandemia em todas as suas unidades. Com isso, sua receita em moeda forte (Euro e Dólar) deve cair em torno de 40% neste ano, o que impactará severamente suas margens e, é claro, seu resultado. A companhia deve fechar 2020 com seu primeiro prejuízo desde 2003. Esta situação prejudicou seus índices de alavancagem (*covenants*) e seus credores passaram exigir uma remuneração maior pelas mesmas dívidas. Acreditamos que este é um problema passageiro – em outras palavras, não há risco relevante de solvência e liquidez – e, portanto, aproveitamos para aumentar um pouco a posição a preços que julgamos muito atrativos.

Por fim, em junho terminamos o processo de desinvestimento na Valid. Depois de pouco mais de 4 anos como sócios da empresa, concluímos que a companhia já não atendia os requisitos de investimento do fundo. Embora tenhamos perdido dinheiro com este caso, o fato de termos sempre mantido uma posição reduzida garantiu que o impacto na cota fosse relativamente pequeno (-2,5 pontos percentuais no período do investimento).

TEOREMA FIEX

No 1º semestre de 2020, o Teorema FIEX teve um desempenho (em US\$) de -9,1%, versus +11,2% da *US Treasury* 10 anos e -4,0% do S&P 500. Em R\$, o Teorema FIEX subiu +23,5%, versus +1,8% do CDI e -17,8% do Ibovespa.

Nesse período de desempenho negativo, 4 posições defenderam o fundo: ETF de S&P 500, Johnson & Johnson, Kraft Heinz e os *bonds* de Itaú e Rumo. Semelhante ao que ocorreu no Teorema FIA, entramos na crise com uma carteira mais defensiva – no início de março tínhamos apenas 68% do fundo exposto a ações, versus 90% atualmente – porém, diferente do que aconteceu no FIA, 3 grandes posições sofreram muito mais que o índice (Citi, Berkshire e Disney). Embora tivéssemos parte da carteira protegida por uma opção de venda de S&P 500, os impactos negativos dessas 3 posições foram substanciais e, com isso, o fundo terminou o semestre mais de 5 pontos percentuais atrás do índice.

Cabe ressaltar, por outro lado, que o desempenho do S&P 500 há algum tempo tem sido largamente influenciado pelo desempenho das chamadas FAANMGs (“féngs”), a saber: Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Microsoft e Google. Essas gigantes de tecnologia têm sido capazes de gerar resultados extraordinários ano após ano e, por isso, sua capitalização de mercado combinada não para de crescer. Como o S&P é um *market cap weighted index* (um índice em que o peso de cada ação depende do valor de mercado da companhia), quanto mais bem-sucedida uma companhia é, mais sua participação no índice tende a crescer. É em boa medida por este motivo que há alguns anos mantemos o ETF de S&P 500 como maior posição. Se por um lado não temos ainda convicção para investir nessas companhias individualmente, por outro reconhecemos que elas devem continuar prosperando e, portanto, afetando positivamente o índice.

Quanto às empresas investidas, temos alguns breves comentários:

- Johnson & Johnson: praticamente sinônimo de empresa defensiva, a J&J foi uma das poucas companhias capazes de aumentar seu dividendo em plena pandemia (apesar de ter revisado para baixo sua expectativa de resultado para 2020 – pois, embora seja uma “empresa de saúde”, inclusive participante da corrida pela vacina, sua unidade de equipamentos médicos está sendo afetada pela queda nos procedimentos eletivos nos hospitais);

- Kraft Heinz: depois de um longo inverno, a companhia enfim reencontrou seu lugar ao sol – como aconteceu com as brasileiras M Dias e Camil, consumidores presos em casa durante a pandemia recorreram mais a alimentos processados que no passado recente;

- Disney: para a maior empresa de entretenimento do mundo, a pandemia tem sido um enorme problema. Parques, navios de cruzeiro e estúdios de filmes fechados e campeonatos esportivos suspensos (afetando as transmissões da ESPN) produzirão o pior resultado da companhia em décadas. Sua melhor – e talvez única – defesa tem sido a unidade de *streaming*, que continua crescendo satisfatoriamente;

- Berkshire: o colossal conglomerado construído por Warren Buffett e Charlie Munger é, essencialmente, um conglomerado norte-americano; como a economia americana está sendo duramente afetada pela pandemia, as

	Contribuição para o	Desempenho do
	Fundo	Ativo
	1S20	1S20
ETF S&P 500	0,6%	-4,2%
J&J	0,0%	-2,3%
Kraft Heinz	0,0%	2,3%
Bonds	-0,1%	-1,5%
Disney	-2,2%	-22,9%
Berkshire Hathaway	-3,0%	-21,2%
Citi	-4,2%	-34,9%
Outros	-0,1%	
Teorema FIEX	-9,1%	-9,1%
S&P 500		-4,0%

Obs.: variações em US\$



subsidiárias da Berkshire também o serão. Soma-se a isso o fato de que Buffett “não aproveitou” os preços (a princípio) módicos vistos entre março e abril, o que incomodou parte do mercado;

- Citi: como um dos grandes bancos globais, o Citi terá uma longa lista de problemas a resolver decorrentes da pandemia (basicamente calotes e renegociações), além de ter que operar em um ambiente de taxas de juros ainda mais baixas do que já vivíamos. Ou seja, levará algum tempo para retornar ao seu *earning power*.

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.