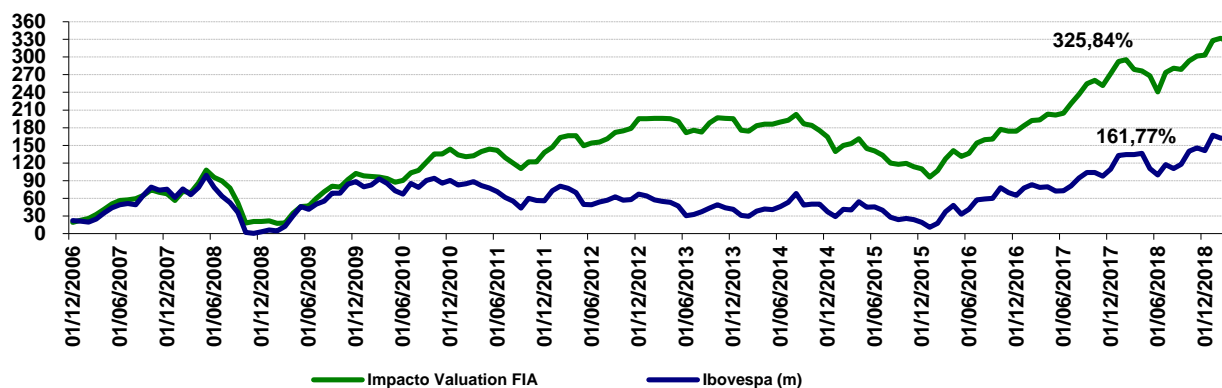


Evolução da Carteira | Cenário Macroeconômico

	1T19	2018	2017	Desde o início
Valuation	5,58%	8,50%	35,63%	325,84%
Ibovespa	8,56%	15,03%	26,86%	161,77%

Retornos (%) - Impacto Valuation FIA vs. Ibovespa (m)



Embora o retorno do mercado brasileiro seja positivo e expressivo neste início de ano, boa parte decorre de um movimento de valorização dos ativos globais, impulsionados por uma injeção de liquidez promovida pelos principais bancos centrais do mundo. Como demonstração deste movimento, podemos comparar o retorno dos ETFs (fundos que replicam índices de ações dos países) globais com o brasileiro, conforme quadro abaixo. Enquanto a média global, considerando os 48 principais mercados, foi próxima de 10%, o brasileiro valorizou pouco mais de 7%. Ambos os retornos são medidos em dólar para desconsiderar efeitos de oscilações cambiais.

Retornos dos ETFs em dólar até 31 de março					
País	Retorno	País	Retorno	País	Retorno
Colômbia	23,9%	Reino Unido	12,5%	Alemanha	6,2%
Argentina	17,6%	Rússia	12,0%	México	5,9%
Canadá	15,4%	Israel	11,6%	Índia	5,7%
Itália	14,8%	França	11,1%	Chile	4,3%
Estados Unidos	13,5%	Japão	8,0%	África do Sul	3,7%
China	13,3%	Brasil	7,3%	Turquia	-1,2%

Por outro lado, o ETF brasileiro teve performance superior à média global no quarto trimestre de 2018, resistindo bem a um período de estresse e preocupações com o ritmo de crescimento da economia mundial. De forma geral, podemos dizer que desde a eleição o nosso mercado apenas acompanhou o ritmo global. Não há precificação de uma reforma previdenciária eficiente ou de qualquer outra que venha em seguida. Tal movimento pode ser explicado, em parte, por experiências fracassadas recentes locais e em países emergentes.



No Brasil, muitas vezes foram apresentados novos projetos ditos promissores e disruptivos que tornariam o país uma potencia mundial de forma rápida e fácil. Não é difícil concluir que todos fracassaram, tornando o investidor local mais cauteloso. Evidencia-se aí um paradoxo pelo ceticismo histórico e as novas oportunidades que surgem em um governo com projetos econômicos nunca antes vistos, exacerbado nas estatais outrora usadas como instrumentos de políticas públicas e corrupção e, agora, com potencial de destravar valor rapidamente.

De forma semelhante, investidores estrangeiros tiveram experiências frustrantes recentemente em outros países emergentes que indicavam um modelo econômico promissor, embora diferente do brasileiro. Podemos destacar o que aconteceu na Turquia e na Argentina, especialmente este último: latino e migrando para um governo economicamente liberal após anos de políticas intervencionistas.

Há uma enorme diferença entre Bolsonaro, Macri e Erdogan, bem como entre as economias destes países. Nossa conta corrente é bem mais equilibrada, a inflação está controlada e a participação em conflitos geopolíticos é bem menor. Por outro lado, a evolução da dívida pública é um aspecto comum que exige uma solução fiscal relevante, especialmente no Brasil.

Em um cenário global de maior incerteza, países como o nosso, que possuem déficit fiscal elevado, tendem a ter maiores dificuldades de financiamento. Tais semelhanças refletem em uma maior cautela de investidores estrangeiros em um primeiro momento, mesmo que isso signifique pagar um prêmio sob os ativos mais à frente no ciclo econômico virtuoso que acreditamos estar começando.

No cenário externo, um eventual acordo comercial entre EUA e China com posterior reeleição do presidente americano, garantindo a continuidade do acordo, poderá dar novo gás à economia global em estágio avançado do ciclo de crescimento. Impulso similar foi visto em 2016 via reforma tributária, catalizando um novo ciclo de crescimento americano que perdura até hoje.

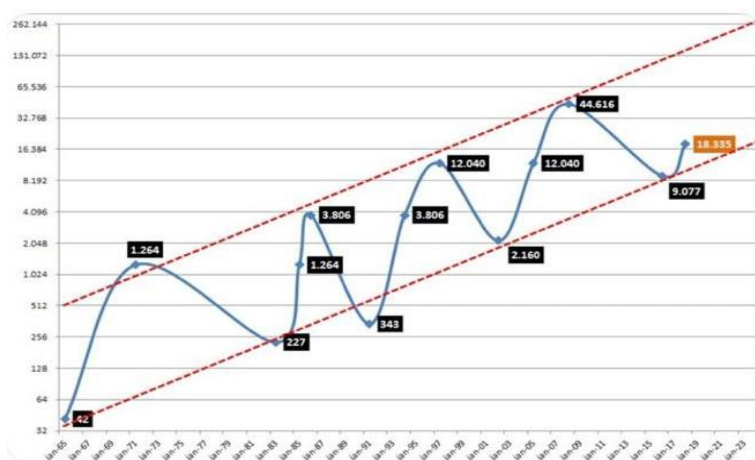
Embora os indicadores de atividade econômica nos últimos meses estejam fracos, já há algum sinal recente de melhora, especialmente na China. A mudança na política monetária do FED, banco central americano, indicando o fim do ciclo de alta dos juros, somada a um aumento de liquidez, contribui para uma performance positiva dos mercados. Desde que a inflação americana mantenha-se controlada, tal cenário deverá permanecer ao longo do ano.

Além do cenário global positivo observado neste ano, o contexto econômico interno é favorável. A alocação do brasileiro é baixa em renda variável, mesmo com a taxa de juros historicamente baixa e relativamente alta diante de pares emergentes semelhantes, especialmente na parte mais longa da curva de juros. Mantido este cenário, a demanda por produtos de maior risco deverá aumentar, estimulando o mercado de renda variável.

Há ainda dois fatores que podem refletir em uma queda ainda maior da taxa de juros. O primeiro é que, com a eventual reforma da previdência, o dólar deverá cair e levar junto a inflação, já abaixo da meta. O segundo é o impacto das reformas, principalmente, no resultado fiscal de médio e longo prazos. Considerando ainda o mandato de metas de inflação do banco central, o estímulo à atividade econômica tornar-se-á ainda mais importante e o instrumento mais rápido e eficiente é a taxa de juros.

O contexto político também é favorável. O congresso demonstra uma maioria pró-reforma, embora com diferenças de magnitude, mesma sinalização da maior parte dos governadores. Dessa forma, acreditamos estar diante de uma assimetria de risco e retorno muito relevante dado que a aprovação das reformas estruturais é provável, a capacidade ociosa das indústrias é elevada e o lucro das empresas está crescendo dada a necessidade de ganhos de eficiência e margem, além da consolidação setorial, vistos nos últimos anos.

Evidentemente, o ciclo virtuoso de longo prazo será composto por vários ciclos de curto prazo, com janelas de prosperidade e de dificuldades que devem oferecer distorções. A trajetória não será linear e acontecerão testes de convicção relevantes, mas a tendência primária de alta iniciada pós-impeachment, conforme gráfico abaixo, que demonstra a evolução do Ibovespa em dólar desde a década de 60, deverá prevalecer.

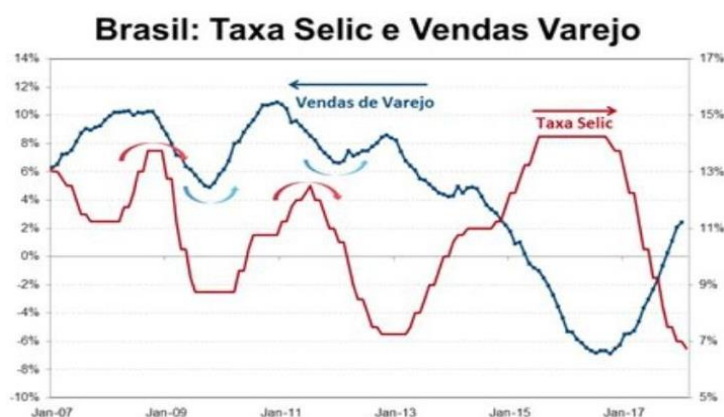


Principais contribuições individuais no resultado

Ferbasa	2,00%	SLC Agrícola	-0,06%
Petrobrás	1,42%	Ibovespa	-0,22%
JSL Logística	1,15%	Log Commercial Prop.	-0,22%
Unipar	0,93%	Bradespar	-0,61%
Petrório	0,83%	vulcabras	-1,70%

Ferbasa e Metal Leve contribuíram relevantemente para o resultado do trimestre. Ambas as posições, já encerradas, foram beneficiadas pela alta do dólar no final de 2018. Pensando em uma composição de carteira coerente com as expectativas para o mercado interno, optamos por reduzir a exposição à empresas exportadoras e, conseqüentemente, elevar a aposta no mercado interno que deverá ser beneficiado de forma imediata com a aprovação das reformas estruturais.

A teoria evolucionista de Darwin aplica-se no mercado como uma seleção natural das empresas e prevalece sobre os ciclos econômicos. Portanto, buscamos montar posições em empresas sólidas e capazes de entregar resultados operacionais e financeiros satisfatórios mesmo em cenários adversos, embora também estejam aptas a crescerem consistentemente dadas as condições adequadas. Tal movimento deve ser feito em consonância com nossa principal filosofia: alocar em empresas cuja distorção entre preço e valor esteja elevada, oferecendo relevante margem de segurança.



Neste sentido, nossas três maiores posições neste ano estão em JSL Logística, Fleury e Vulcabras. Em relação à primeira delas, há crescimento e melhoria operacional expressiva na Movida, empresa controlada que atua na gestão de frotas e locação de carros, principalmente na venda de seus ativos. Após alguns anos investidos em Locamérica, de forma muito bem sucedida, podemos observar a capacidade e potencial de consolidação que as grandes empresas do setor possuem, além dos grandes ganhos de escala nas operações. A melhoria operacional advinda do aprendizado dos últimos anos aliada a queda dos juros faz com que o spread entre o ROIC e o custo da dívida da Movida se torne cada vez maior, gerando valor para o acionista.

Outra empresa controlada pela JSL, a Vamos, que faz a gestão de frotas de caminhões e máquinas e que apresentou resultados recentes bastante satisfatórios, deve fazer seu IPO em abril. Os recursos captados serão utilizados no crescimento e redução da alavancagem, que também deve vir por meio de geração de caixa e eventual venda de uma participação na Movida, sem perder o controle e desde que o preço seja considerado justo pela JSL. Por fim, as áreas de logística de cargas, seja por frota própria ou terceirizada, e concessionárias também apresentam tendência de melhora e devem ser sensivelmente beneficiadas pela retomada da economia brasileira.

Em relação a Fleury, enquanto a marca premium ainda enfrenta dificuldades estruturais setoriais, as receitas das marcas regionais crescem em ritmo acelerado. Com a queda na taxa de desemprego e maior adesão aos planos de saúde, além do amadurecimento do agressivo plano de expansão iniciado há alguns anos, a empresa deve voltar ao ritmo de crescimento outrora observado. Trata-se de uma empresa com gestão comprovadamente competente, histórico positivo, setor estratégico e com perspectivas positivas.

Por fim, no grupo das três grandes posições, encontra-se Vulcabras. A empresa adquiriu em outubro a marca Under Armour, tornando-se capaz de atingir as classes A e B, anteriormente fora do alcance da Olympikus. A marca adquirida é uma das mais relevantes do mundo no segmento de calçados e vestuário esportivos e no Brasil possui participação ainda discreta, com potencial de crescimento interessante. O ano de 2018 foi difícil pois a expectativa, frustrada, de retomada da economia fez com que os lojistas fizessem grandes pedidos de calçados das marcas internacionais que, sem correspondência nas vendas, tiveram campanhas agressivas de descontos para zeragem de estoque, prejudicando as vendas da Vulcabras. Outro impacto relevante foi a queda das exportações para a Argentina em virtude da crise local. Com novos vetores de crescimento, fim da queda nos volumes vista no final de 2018 e ganhos de margem principalmente na Under Armour, a tendência é que o ano de 2019 seja positivo.

Nossa aposta em Petrório, já finalizada, mostrou-se bastante acertada. Embora o percentual alocado do fundo tenha sido baixo, o ganho foi superior a 60%. A aquisição de expressiva fatia do campo de Frade, no qual é possível fazer trabalho semelhante ao do campo de Polvo em termos de produtividade e corte de custos, foi um importante vetor de crescimento encontrado. Soma-se a isso o curto payback, as elevadas reservas provadas e a melhor estrutura de capital, tornando um ativo bem interessante. Realizamos o lucro em um primeiro momento aproveitando a alta expressiva das ações e esperando a consolidação dos próximos passos da companhia. Caso sejam bem sucedidos, avaliamos uma potencial recompra desde que em preço que ofereça margem de segurança elevada permeada por estimativas conversadoras de câmbio e preço do petróleo.

Outra posição que rendeu bons resultados foi Petrobrás. Em que se pese a elevada valorização do petróleo no mercado internacional ao longo do trimestre, o que por si só já seria bastante favorável para a valorização da ação, os resultados da empresa já refletem uma gestão muito mais eficiente iniciada em 2016. A venda de ativos e consequente redução da alavancagem, somada ao aumento de produção previsto para 2019 e contínua melhoria operacional são fatores que devem gerar valor para o acionista.

Unipar, nossa antiga maior exposição, ainda representa percentual elevado da carteira. Embora o ganho seja relevante, não desfizemos a posição pois além da assimetria entre risco e potencial retorno ainda ser elevada, embora não tanto quanto antes, acreditamos que o mercado ainda não entenda a sua capacidade de gerar caixa e entregar resultados de forma consistente. Atribuir seus resultados positivos recentes apenas à pontual elevação do preço da soda é equivocado. É evidente que esse fator contribuiu, mas há um trabalho de gestão muito mais amplo por trás e um trade off entre preços e volumes de soda e PVC que é ponderado dinamicamente.

Por fim, importante falar de Vale. Nossa posição via Bradespar era relevante em virtude do excelente momento operacional da companhia e, como todo o mercado, fomos pegos de surpresa pelo evento de Brumadinho. Optamos por realizar a posição logo após o evento dada a incerteza, risco e complexidade da situação e dos acontecimentos que viriam a seguir.

Concluindo, a geração de caixa e lucro das empresas têm crescido em ritmo acelerado, os múltiplos de preço projetados encontram-se em patamares baixos na comparação com períodos históricos correlatos, as revisões são majoritariamente positivas, o custo de capital é estruturalmente menor e as perspectivas macroeconômicas positivas. Mesmo assim, o retorno do mercado brasileiro neste ano ainda é abaixo da média global. Tal distorção nos oferece oportunidade rara de ganho e acreditamos que nossa carteira esteja apta para captar este movimento com a devida magnitude.