

Carta de Gestão

Prezados investidores,

Apresentamos esta nossa Carta de Gestão do 1º trimestre de 2020 com uma mistura de sentimentos. Temos a convicção de que todos estamos vivendo a enorme dor, a tristeza e a apreensão que nos impõe a crise sanitária que assola o planeta. Da mesma forma, e ao mesmo tempo em que nutrimos a esperança pela melhora no quadro da saúde, experimentamos a angústia em relação às consequências econômicas da pandemia. Mas lidar com as nuances da imprevisibilidade, criar mecanismos e estratégias para colocar alguma ordem no caos e navegar por águas revoltas sem perder o rumo é o que nós, da Impacto, viemos fazendo nos últimos 21 anos. Esta é uma hora de atenção redobrada e de mãos firmes no leme para mantermos o barco em segurança e na direção correta.

Quadro Geral

Vivemos um trimestre singular com acontecimentos que, sem dúvida, ficarão marcados na história da humanidade. A propagação avassaladora do novo Coronavírus em escala global, e suas trágicas implicações no âmbito da saúde e do estilo de vida de toda a população, trouxeram consequências inéditas para as relações interpessoais e para a dinâmica da economia. Não encontramos precedentes de tal magnitude, desde a Revolução Industrial, quanto à diminuição drástica ou até mesmo à paralisação das atividades produtivas, gigantesca queda na demanda, redução extrema das vendas no comércio e às limitações emergencialmente impostas a mobilidade de pessoas em todos os países.

Diferentemente de outras crises econômicas ou situações de estresse estrutural, geralmente localizadas em um único país ou região, e causadas por fatores internos inerentes a cada um deles, desta vez o agente é exógeno, invisível, e abraça o mundo como um todo. Somando-se aos desdobramentos da evolução da pandemia, ainda tivemos em março um segundo evento, este sim de cunho econômico e relativamente inesperado, que foi a queda dos preços do petróleo, provocada por choques de oferta e demanda simultâneos, fruto do desentendimento entre Rússia e Arábia Saudita, dois dos maiores produtores mundiais da commodity. Os preços chegaram a desabar 60%, atingindo o mínimo em 18 anos, com o barril de WTI (West Texas Intermediate, referência no mercado americano) sendo negociado a U\$19,27 e o Brent (referência internacional) a U\$ 21,65.

Este cenário macro adicionou incerteza e pânico a fatores mais específicos e técnicos, como a alta alavancagem (citada em nossa última carta), e a expectativa de uma forte contração da economia mundial. Tudo isso somado levou a uma queda generalizada das bolsas de valores em proporções e rapidez poucas vezes vistas. Pregões em todos os cantos foram solapados em quedas vertiginosas só freadas pelo mecanismo de defesa dos Circuit Breakers. No caso do Brasil, pelas fragilidades particulares de um país em desenvolvimento, as perdas foram amplificadas, levando o índice da B3 (Ibovespa) a um dos piores desempenhos globais. Nosso fundo de investimentos em ações, o Impacto Valuation FIA, teve desempenho quase idêntico ao índice de referência, caindo 36,24%, ainda um pouco melhor que o Ibovespa que teve queda de 36,86% neste trimestre.

Apesar deste quadro complicado, algumas situações nos parecem estar caminhando para seu ajuste orgânico. Não pela eliminação dos fatores causadores da moléstia mas pelo que na Economia se assemelha à seleção natural e evolução das espécies da Biologia. As empresas mais bem adaptadas prevalecerão e darão origem, mesmo que transformando a si próprias, a linhagens de outras tantas renovadas, com ainda mais fôlego e força. Isso já aconteceu antes e a experiência nos leva a crer que acontecerá de novo. Tomando como exemplo o berço das crises, o mundo se recuperou depois do dia 24 de Outubro de 1929, o dia do Great Crash da Bolsa de Valores de Nova Iorque, que desencadeou uma depressão econômica que afetou pelos próximos 12 anos todos os países ocidentais industrializados. A ressaca também passou depois do “efeito tequila”, a crise do México em 1993, que levou o Ibovespa a perder 52% de seu valor em dólares. Foi assim também nas crises dos Tigres Asiáticos em 1997, da Rússia em 1998,



“As empresas mais bem adaptadas prevalecerão e darão origem, mesmo que transformando a si próprias, a linhagens de outras tantas renovadas, com ainda mais fôlego e força.”

estouro da bolha das “pontocom”, a crise argentina de 2001, o atentado às Torres Gêmeas, o pânico pré-eleição do Lula e, pouco mais recente, a crise do subprime de 2008.

Tratamento

Os 5 Circuit Breakers na B3, só no último mês do trimestre, não nos permitem cravar que a crise econômica está sequer perto de ser debelada. Mas já temos alguns sinais de melhora da nossa paciente e de que o tratamento intensivo trará resultados. Boa parte do processo de desalavancagem e ajustes de liquidez já ocorreu, de forma que a volatilidade, apesar de ainda alta, diminuiu bem nos últimos dias de março em relação aos momentos de maior tensão, reduzindo a parte financeira da crise. Apesar de que nem sempre de forma coordenada, os bancos centrais e governos de países em todo o mundo estão tomando medidas drásticas para diminuir os impactos econômicos com o lançamento de programas radicais de estímulo, injeção de liquidez, apoio à manutenção de empregos e ajuda às empresas, perdão e alongamento de dívidas. Só nos EUA, o pacote de auxílio governamental ultrapassa os 2 trilhões de dólares. De forma geral, nos parece claro que neste cenário a opção óbvia dos governos é tentar proteger o possível da economia (empregos e empresas), mesmo em detrimento da moeda, que poderá sofrer consequências.

Atentos ao desenrolar deste enredo, e respeitadas as questões de alocação e reservas emergenciais, o posicionamento de parte dos investimentos financeiros pessoais em empresas nos parece vantajoso e até “seguro” neste momento. Vale ressaltar que as empresas listadas em Bolsas de Valores geralmente são líderes em seus segmentos, têm porte e vantagens competitivas que as deixam em melhores condições de sobrevivência e até crescimento. Para chegarem nesta dimensão, é quase certo que já passaram por provações e histórias de superação. Neste teatro de operações crítico, o panorama infelizmente não é dos melhores para outras companhias, sobretudo algumas das médias e pequenas, que inevitavelmente sucumbirão.

De uma forma geral e prática, em relação à gestão da carteira, ajustamos nossas posições. Não poderia ser diferente. Os ventos mudaram. Aumentamos a parcela de caixa, e apesar de gostarmos muito de algumas de nossas, agora antigas ações, nos parece claro que neste novo cenário certas empresas e setores serão menos impactados que outros. Dada a assimetria generalizada na relação preço x valor que vemos atualmente no mercado, nos parece ser mais interessante estarmos posicionados em empresas com mais chances de sobrevivência neste cenário desafiador. Da mesma forma, já verificamos que, em outros momentos de stress, a maior liquidez de algumas ações passa a ter um prêmio e a recuperar primeiro no momento da retomada. Aqui não se trata de fazer market timing, que de certa forma sempre criticamos, mas sim aproveitar oportunidade única de comprar ações de empresas que sempre admiramos a preços que não esperávamos ver, salvo em uma situação de pânico como a que vivemos. Assim, reduzimos, e em alguns casos zeramos, nossa posição em algumas empresas chamadas small caps (IMC, Login, Vulcabras), para alocarmos capital em large caps de qualidade. Nosso mandato aberto e tamanho de fundo nos permitem fazer essa troca de forma rápida, agregando valor à carteira.

Neste cenário optamos por aumentar consideravelmente nossa exposição ao setor financeiro, com posição relevante em

Banco do Brasil, Bradesco e BTG Pactual. No patamar de preço atual, mesmo com uma provável queda nos números dos próximos resultados, acreditamos que, dado seu balanço patrimonial sólido, Banco do Brasil é uma opção interessante para este período. A troca de gestão citada na última carta traz otimismo à condução dos negócios pela nova governança, que o Governo Federal já apoiou manter. A desaceleração na expansão de crédito e aumento da inadimplência irá acontecer mas é, basicamente, uma característica atemporal e não recorrente para a instituição que tem caixa robusto e preparado para tais eventualidades. Em todos esses anos que atuamos no mercado, foram poucas as vezes que tivemos a oportunidade de investir em Banco do Brasil a 75% do Valor Patrimonial da ação e com um dividend yield na casa dos 9%, quando estes voltarem a serem pagos.

Temos total ciência de que o varejo será um dos setores que mais terá resultados negativos. No entanto, acreditamos que existem negócios que serão menos afetados do que seus concorrentes de menor tamanho, principalmente devido ao valor da marca, cadeia de suprimentos superior e mais consistente e grande exposição em canais online. Nos parece claro que o mercado jogou os preços de algumas empresas excessivamente para baixo e, dessa forma, enxergamos oportunidades em Lojas Renner e Magazine Luiza. Como exemplo das vantagens e da seleção natural mencionada acima, as Lojas Renner já captaram mais de R\$ 600 milhões em linhas de crédito para criar um “colchão” que vai permitir uma gestão de certa forma até “confortável” mesmo no cenário de lojas físicas fechadas.

Optamos também por nos manter posicionados em empresas que, mesmo no patamar atual de preços das comodities, ainda possuem margem de segurança como Vale e Petrobrás, e agregamos Suzano e Marfrig ao portfólio. Além de serem setores mais resilientes, e menos afetados pelas medidas restritivas, ainda contam com grande parte da receita em dólar, o que torna estas posições mais defensivas dada a valorização da moeda americana frente ao real.

Continuamos tendo posição relevante em JSL. A empresa, por sua característica de diversificação, tem impactos distintos em sua cadeia de negócios. O ramo de rent a car da Movida (sua controlada) será bastante impactado. Já a parte de gestão de frotas, baseada em contratos de longo prazo, é menos afetada. Da mesma forma, seu braço de logística e a controlada Vamos, de gestão de frotas de caminhões, sofrem poucas alterações em seu fluxo de negócios, estando expostas a cadeia de suprimentos e setores pouco afetados no atual cenário. No lado corporativo a dívida encontra-se com o custo cada vez menor, e até caindo devido a perspectiva de redução da Selic, com alongamento até 2025, não trazendo motivos para preocupação no curto prazo. Mesmo assim, as ações que chegaram a ser negociadas a R\$ 36,00 em janeiro, representando um valor de mercado acima de R\$ 6 bilhões, tiveram queda de até 70% em meados de março de forma que reforçamos os investimentos.

Alta

É impossível acertarmos o momento certo seja do topo ou do fundo do mercado, mas acreditamos que, por mais que possam haver novas quedas, estamos próximos de um patamar que pode representar uma escalada de volta. O principal, agora, é entendermos em quê e a que preço estamos investindo. Como vimos, existem hoje empresas excelentes precificadas abaixo

do valor patrimonial ou custo de reposição, ou a múltiplos de lucro e geração de caixa normalizado muito deprimidos, mesmo entregando retornos historicamente superiores ao custo de capital. Estes ativos, em alguns casos, caíram bem mais do que possivelmente seus lucros irão cair.

Em nossas projeções e premissas, mesmo considerando o ano de 2020 como “perdido”, e zerando o faturamento para muitas empresas, ainda assim é possível encontrar valor e muita margem de segurança frente ao preço de algumas ações. O fato dessas empresas conseguirem manter sua estrutura no longo prazo, sem mudanças bruscas causadas pelo choque momentâneo na oferta-demanda dos seus produtos e serviços, nos traz segurança para enfrentar este cenário.

A verdade é que crises passam, como sempre passaram. O mundo sempre atravessou diversas crises e sempre saiu mais forte delas. Entendemos que, no cenário volátil pelo qual estamos transitando, procuramos empresas consideradas defensivas e, basicamente, ativos reais. Levamos em conta vantagens competitivas e baixo endividamento, principalmente com risco/retorno atraente, sempre observando com atenção a liquidez. O foco atual é no gerenciamento de risco, não só no gerenciamento de retornos.

Em suma, o que queremos passar para nossos investidores e para o mercado é que estamos preparados para o que estamos vivendo. Vemos, sim, toda essa situação como uma oportunidade, mas é necessária muita resiliência. Do nosso ponto de vista, estamos vivendo um momento excepcional para nos tornarmos sócios de boas empresas a bons preços.

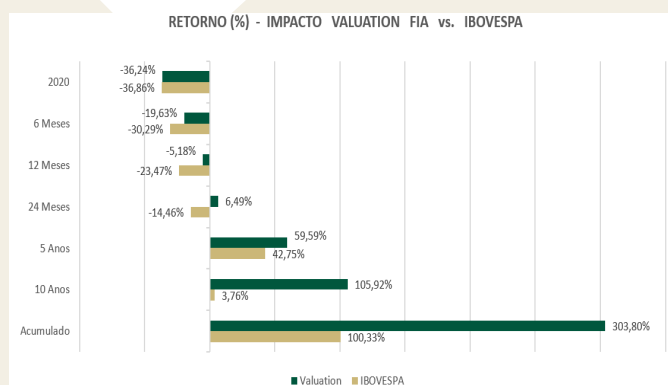
“Although it’s easy to forget sometimes, a share of a stock is not a lottery ticket. It’s part ownership of a business”

“Apesar de as vezes ser fácil de se esquecer, uma ação não é um bilhete de loteria. É parte da propriedade de um negócio.”

Peter Lynch

Desempenho

	Valuation	Ibovespa
2020	-36,24%	-36,86%
6 Meses	-19,63%	-30,29%
12 Meses	-5,18%	-23,46%
24 Meses	6,49%	-14,46%
5 Anos	59,59%	42,75%
10 Anos	105,92%	3,76%



Visite nosso site e descubra porque acreditamos que resultados devem ser para todos.

impactoinvestimentos.com.br

Disclaimer: Essas informações foram obtidas de fontes consideradas idôneas, mas sua integridade e exatidão não podem ser garantidas. Esse Relatório não pode ser duplicado ou, por quaisquer meios, distribuído sem o prévio consentimento escrito da Impacto Investimentos.

Siga nossas Redes Sociais:

@impactoinvestimentos

Impacto Investimentos

@impactoinvest



Impacto

Impacto Investimentos - Belo Horizonte/MG -
AV. Getúlio Vargas, 874, 16º andar - sala 1607
- Funcionários