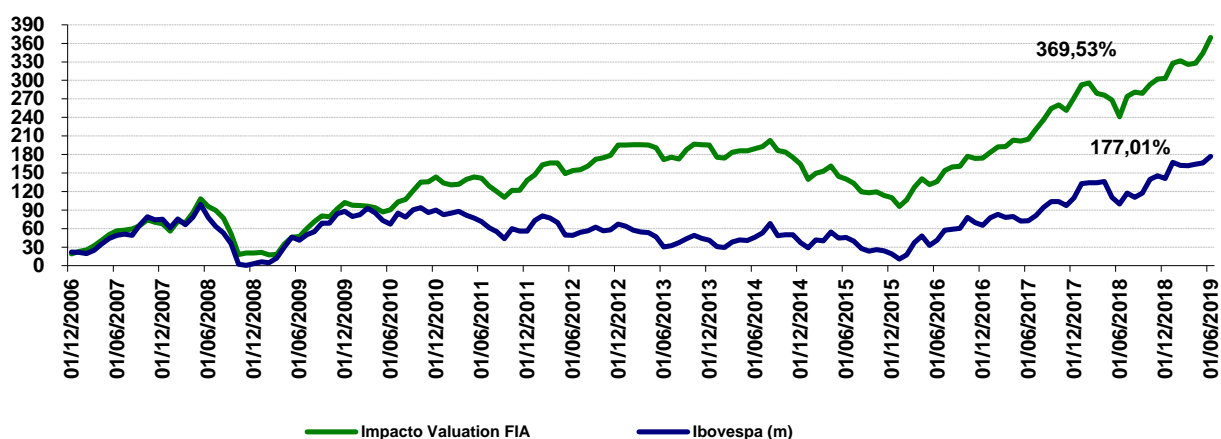


Evolução da Carteira | Cenário Macroeconômico

	1S19	2018	2017	Desde o início
Valuation	16,41%	8,50%	35,63%	369,53%
Ibovespa	14,88%	15,03%	26,86%	177,01%

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



A queda dos juros impulsionou a trajetória de valorização dos ativos globais ao longo do segundo trimestre. Tal movimento leva a uma maior liquidez nos mercados e enseja uma reprecificação dos ativos de risco. A tabela abaixo demonstra o desempenho positivo da maior parte dos principais índices globais em dólar durante o ano.

Retorno dos ETFs até 30 de junho					
País	Retorno	País	Retorno	País	Retorno
Argentina	37,2%	Brasil	14,5%	África do Sul	8,4%
Rússia	27,8%	Itália	13,8%	Japão	7,7%
Colômbia	21,1%	Israel	12,6%	Índia	5,9%
Canadá	19,4%	Alemanha	10,7%	México	5,3%
Estados Unidos	17,2%	Reino Unido	10,1%	Chile	-1,3%
França	15,6%	China	9,4%	Turquia	-3,1%

Esta tendência de queda generalizada de juros ao redor do mundo, com destaque para a grande quantidade de economias já rodando com retornos negativos em toda a sua curva de juros, ou pelo menos em boa parte dela, é um sinal de que há, de fato, uma preocupação dos bancos centrais com os dados recentes e a necessidade de uma política mais estimulativa. Embora tenha sido um sinal prévio de recessão em outros tempos, o mercado questiona a possibilidade de uma nova realidade pautada em juros mais baixos de forma sustentável, mesmo que isso signifique abdicar de uma ferramenta importante em momentos de crise e recessão.

Desta forma, os índices externos oscilam conforme saem dados que indiquem o rumo da economia mundial. Embora a economia americana demonstre estar forte, com expressivos dados relacionados ao PIB e geração de empregos, os dados europeus e asiáticos, de forma geral, indicam uma desaceleração econômica. Concomitantemente há a guerra comercial americana e chinesa.

Com a eleição americana cada vez mais próxima, é possível e razoável acreditar que o presidente Trump adie um eventual acordo até o pleito local, incentivando a narrativa de que somente sua reeleição poderia impedir o avanço chinês, tão temido pela população dos estados centrais, parte relevante de sua base. Entretanto, nada impede que supostos avanços e retrocessos na negociação sejam estrategicamente utilizados até lá para ditar os rumos dos mercados conforme evoluam.

Embora inserido no fluxo global, o que levaria a um impacto local no caso de relevante estresse global, o Brasil tem a possibilidade de viver uma trajetória relativamente independente e positiva. A agenda econômica está avançando em ritmo satisfatório, com a previdência aprovada na Câmara e ótimas perspectivas no Senado. A PEC que trata da inclusão dos Estados também deve começar a ser discutida e seu trâmite é relativamente rápido, principalmente por ter o apoio da grande maioria dos Governadores.

Há também uma expectativa pela PEC que trata da capitalização e da reforma tributária para serem discutidas nos próximos meses. Ao mesmo tempo, o governo acelera seus projetos de privatizações, desinvestimentos, concessões e medidas microeconômicas que serviriam como importantes estímulos de curto prazo na economia.

Principais contribuições individuais no resultado

JSL Logística	4,8%	Petrobrás	-0,1%
Qualicorp	1,3%	Suzano	-0,1%
Trisul	0,5%	Vulcabras	-0,2%
Schulz	0,4%	SLC Agrícola	-0,2%
JHSF Participações	0,4%	Braskem	-0,4%

Dada a perspectiva positiva local e pragmática em relação ao exterior, nossa carteira atual mantém a composição majoritária estipulada anteriormente e voltada para papéis focados no mercado interno e que atendam aos critérios de solidez em cenários adversos, conforme descrito na última carta. Nossa principal posição continua sendo JSL, com participação ainda maior na carteira.

A empresa é líder em logística, locação de caminhões, máquinas e equipamentos no Brasil, além de ser uma das maiores no aluguel de carros, gestão de frotas e venda de veículos. Enxergamos a sua competente gestão, associada a atuação em setores pouco consolidados e/ou com relevantes ganhos de escala em diversas vertentes, uma oportunidade de geração de valor em ritmo acelerado.

Além disso, o cenário macro é excelente para a empresa. A queda da SELIC se reflete em forte aumento de lucratividade da empresa dada a indexação da sua dívida e elevada alavancagem. Além disso, resultados consistentes ao longo do tempo levariam a uma redução do prêmio de risco exigido pelo mercado, tornando o custo da dívida ainda menor. Uma retomada do PIB brasileiro, ainda que de forma discreta e gradual, seria capaz de catalisar o já elevado crescimento de receitas da companhia, que expandiu relevantemente mesmo na crise econômica recente brasileira.

Os ativos do setor elétrico também devem ser beneficiados pelo cenário macroeconômico. Apesar do spread nominal entre a TIR real e a NTN-B estar próximo da mínima histórica, a base é muito menor, o que enseja uma reprecificação dos papéis do setor para que o spread relativo retorne a níveis anteriores, o que é razoável dada a perspectiva positiva para o setor. Neste sentido, alocamos um percentual da carteira em Energias do Brasil, pelo desconto em relação as demais do setor, e em Eneva, pela vantagem competitiva e posicionamento estratégico.

A JHSF Participações é uma outra posição relevante na carteira e que deve ser razoavelmente favorecida pela queda dos juros. Dona de shoppings, hotéis, restaurantes, terrenos, empreendimentos imobiliários e, em breve, de um aeroporto e um centro logístico, a empresa vem apresentando resultados operacionais consistentes na parte de receita recorrente, com indicadores de vendas crescendo acima dos demais players do mercado. A venda de participações minoritárias em alguns de seus shoppings também foi uma importante estratégia para redução da alavancagem, por muitas vezes considerada excessiva pelo mercado.

No momento da nossa entrada no papel, o valor de mercado da empresa na bolsa era equivalente somente a sua participação nos shoppings que controla, com todas as demais opcionalidades não precificadas, inclusive seus 225 lotes finalizados e disponíveis para venda na Fazenda Boa Vista cujo valor total está, conservadoramente, acima de meio bilhão, já descontadas comissões e impostos.

Montamos posição em outra empresa que atua no setor de construção civil: Trisul. A companhia também atua no segmento de alta renda em São Paulo, um dos que historicamente consegue se recuperar mais rapidamente em um momento de inflexão econômica do país. É uma das poucas construtoras que conseguiu passar ilesa pela crise econômica, mantendo razoável patamar de lucratividade, e possui o melhor VSO do setor, indicador que aponta a velocidade de vendas de sua oferta.

Temos também uma posição relevante em Schulz. A empresa deverá entregar fortes resultados nos próximos trimestres impulsionada pela divisão automotiva, que já opera próxima de sua plena capacidade e está em processo de expansão em virtude da grande quantidade de pedidos e orçamentos na carteira. Há ainda uma opcionalidade proveniente dos compressores. Embora o número de pedidos seja alto, o volume está na mínima histórica e, conseqüentemente, a capacidade ociosa está elevada. Uma eventual retomada da economia deve reacelerar o segmento que possui margens maiores que o automotivo.

Por fim, no rol de principais empresas da carteira com foco no mercado interno, mantemos a posição em Vulcabras. Após um primeiro trimestre abaixo das expectativas, o último resultado demonstrou a capacidade da Under Armour em alavancar as receitas da companhia. A empresa entregou crescimento de volumes de dois dígitos mesmo com as exportações caindo quase 30%, mostrando a assertividade da nova estratégia de produtos com menores preços no mercado interno. Esperamos que a empresa avance, gradualmente, para níveis de rentabilidade de anos anteriores a partir da otimização de custos da adquirida e venda de produtos com tickets médios maiores.

Dentre as principais posições encerradas, podemos destacar Unipar, o maior ganho nominal da história do fundo, Fleury e Guararapes. Sobre Unipar, o preço da soda cáustica continua em níveis baixos, a atividade econômica na Argentina continua fraca e não há gatilhos visíveis para mudanças no curto prazo.

Em relação a Fleury, além da persistente dificuldade da marca premium, embora o segundo trimestre tenha sido um alento neste sentido, o crescimento das empresas verticalizadas implica em maior concorrência e inflação dos múltiplos das aquisições do setor, vetor histórico relevante de crescimento. Por fim, sobre Guararapes, diante da elevação das provisões para empréstimos pessoais e um fraco desempenho de vendas em mesmas lojas no ano, somados ainda a um erro de coleção e estoques, optamos por encerrar a posição e esperar uma melhora destes indicadores.

De forma geral, estamos bastante otimistas com o mercado brasileiro. As empresas da nossa carteira têm apresentado bons resultados operacionais, com elevação de volumes e/ou rentabilidade na grande maioria dos casos, mesmo com a economia brasileira ainda patinando. A estabilização do dólar em patamares mais elevados, em virtude do movimento de juros local e nos EUA, torna o índice brasileiro ainda mais atrativo para os investidores estrangeiros, que, apesar do fluxo negativo no ano, tiveram elevação no estoque e participação relevante nos mais de 50 bilhões em ofertas de ações no ano.

Somado ainda ao provável fluxo da renda fixa para a variável e aos múltiplos comprimidos versus pares globais comparáveis, continuamos acreditando que a assimetria entre risco e retorno é amplamente favorável e, conforme discutido na última carta, nossa carteira está apta para captar este movimento com a devida magnitude.