

Carta de Gestão

Prezados investidores,

Foi um ano especial para a Impacto. Nossa base de cotistas cresceu relevantemente e os fundos entregaram resultados capazes de posicioná-los entre os melhores do país em suas estratégias. O Impacto Valuation FIA, fundo de ações aberto para captações, fechou o ano com 57% de valorização, cerca de 25% a mais que o Ibovespa, nosso benchmark. Para coroar um ano bem-sucedido, dezembro foi o mês com maior rentabilidade da história do fundo, premiando uma política de alocação minuciosamente estudada ao longo do ano.

A nossa experiência e expertise na seleção de *small caps*, muitas vezes negligenciadas pelo mercado, é o nosso grande diferencial. Somente ao longo de 2019, tivemos na carteira diversos casos de *small caps* cuja valorização superou os 100%: JSL Logística, JHSF, Trisul, Petrorio, Eneva, entre outras empresas cujo retorno foi muito acima do benchmark. Neste nicho, encontramos as maiores relações de assimetria e margem de segurança para investirmos, que fazem destes ativos, se bem filtrados, grandes triggers de geração de riqueza para o cotista.

Aliado à boa seleção de ativos, o contexto macroeconômico vigente contribui para a valorização dos ativos em duas vertentes. A primeira delas é a queda na taxa de juros, que implica em criação de valor para as empresas tanto na menor taxa de desconto dos modelos, quanto na maior quantidade de projetos economicamente viáveis, dado que reduz a linha de corte.

Acreditamos que em razão do patamar inédito de taxas de juros no país, o mercado esteja ainda testando e ajustando gradualmente um novo nível de desconto justo para os fluxos de caixas futuros das empresas, uma demonstração clara do viés comportamental de conservadorismo, no qual os investidores tendem a ser lentos na reação a uma nova informação ou realidade. O ajuste deve continuar nos próximos meses, à medida em que se ganha confiança na manutenção deste novo nível de juros por um período maior e o mercado assimila uma realidade inédita.

A segunda vertente é o fluxo. Por mais que existam discussões sobre estimativas de valor das empresas, a migração de investimentos de renda fixa para renda variável é maciça e faz com que tenhamos correções relativamente

pequenas, além de uma força compradora forte e contínua nas poucas ações disponíveis no incipiente mercado brasileiro. Uma demonstração clara deste fluxo se deu em dezembro, mês no qual foram captados R\$ 19 bilhões líquidos somente pelos fundos de ações. O movimento de migração deve continuar, dado que somente atingimos o nível mínimo da taxa de juros no final do ano, com um esperado atraso entre a efetivação da queda e a percepção por parte dos investidores que apenas deixam o dinheiro aplicado e esperam o retorno, sem demais preocupações.

Por outro lado, uma consequência intrínseca deste movimento é a formação de bolhas, especialmente em ações menos líquidas. Mesmo que o enriquecimento neste primeiro momento seja teoricamente parecido para os investidores, ele é baseado em razões fundamentalmente distintas. Saber identificar ações que estão subindo baseadas em premissas de valoração coerentes, pautadas na discrepância entre preço e valor e prezando por margem de segurança, e as que estão subindo por pura euforia do mercado, deverá refletir na sobrevivência ou não no mercado em momentos de correção que indubitavelmente chegarão.

Nesta nova realidade de mercado, pautada ainda em uma dicotomia entre valor e crescimento, optamos impreterivelmente por empresas com margem de segurança e que tenham perspectivas de perpetuação dos negócios, independentemente da categoria na qual se enquadram neste duelo. Inegável que privilegiamos nas maiores posições da carteira empresas de crescimento e valor, ou seja, aquelas capazes de expandir suas atividades e impreterivelmente torná-las rentáveis. Fazemos isso tentando evitar cair em uma armadilha relativamente comum hoje no mercado, que é pagar por opcionalidades sem ponderá-las pelas suas probabilidades, por mais subjetivo que possa ser este cálculo.

Como todo ciclo de alta, já estamos lidando com uma onda de gênios do mercado, capazes de alcançar retornos no mercado de ações que, consistentes, poderiam formar a maior leva de bilionários da história do país em poucos anos, bastando somente manter seus 20% ou 30% todo ano. Sabemos que isso será temporário e a realidade logo baterá na porta. Por mais que o cenário atual induza o

investidor ao risco, ele deve ser ponderado considerando-se armadilhas estruturais locais e exacerbação de vieses psicológicos dentre os investidores brasileiros.

Acreditamos que a maior probabilidade de erros no mercado deriva primordialmente destes aspectos psicológicos. Investidores de sucesso demonstram-se, acima de tudo, emocionalmente inteligentes, capazes de deixar sentimentos extremos de fora na tomada de decisões. Vale lembrar um dos diversos ensinamentos de Peter Lynch: *“The trick is not to learn to trust your gut feelings, but rather to discipline yourself to ignore them. Stand by your stocks as long as the fundamental story of the company hasn’t changed”*.

“O truque não é aprender a confiar nos seus instintos, mas em ter disciplina para ignorá-los. Debruce-se em suas ações enquanto a história fundamental da empresa não tiver mudado.”

Visão geral da carteira

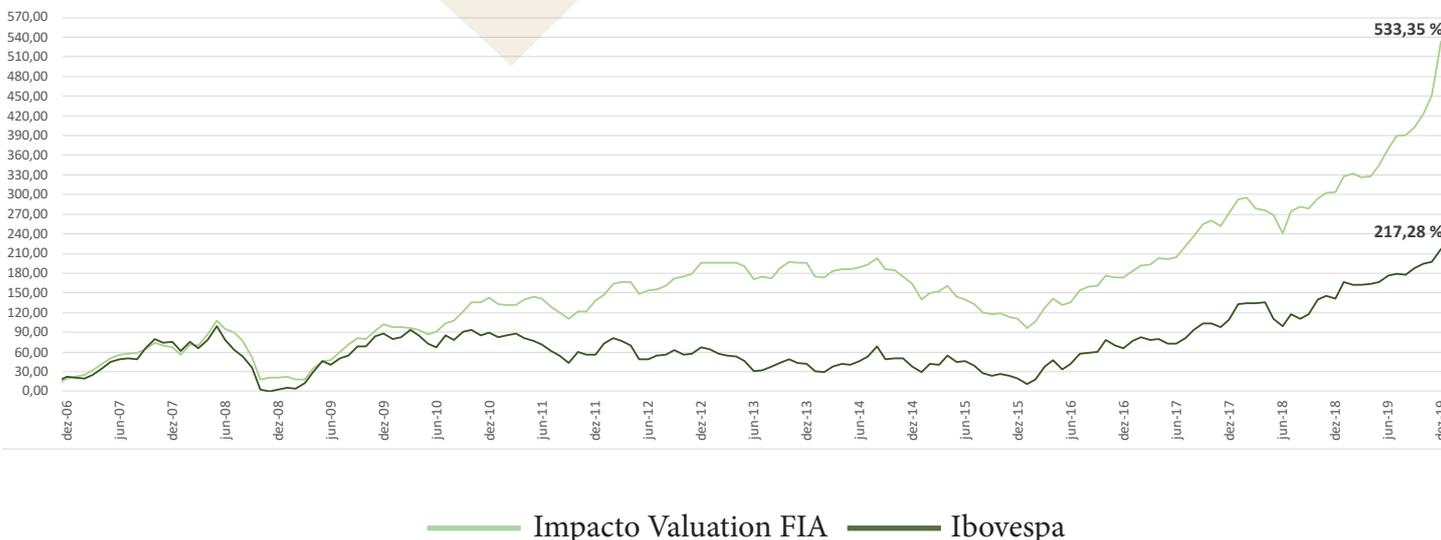
Principais Contribuições para o Resultado

JSL Logística	6,88%
JHSF Participações	2,34%
Eneva	1,72%
Via Varejo	1,67%
MRV	1,67%

Desempenho

	Valuation	Ibovespa
2019	57,02%	31,58%
2018	8,50%	15,03%
2017	35,63%	26,86%
10 anos	213,43%	68,61%
Desde o início	533,35%	217,28%

RETORNO (%) - IMPACTO VALUATION FIA vs. IBOVESPA



O processo de investimento demanda foco em mudanças macroeconômicas, setoriais, regulatórias, tecnológicas e nos hábitos de consumo. Tendo isto em vista, estamos com alocação relativamente pequena em bancos e commodities. Em relação ao primeiro grupo, o surgimento das *fintechs* e o processo de massificação das suas ferramentas tende a comprimir gradualmente spreads no crédito e atacar de forma agressiva a linha de serviços, que possui margens maiores. Com tantas vertentes para serem defendidas, acreditamos que o ROE dos bancos deverá ser reduzido, mesmo com o pagamento de dividendos extraordinários que otimiza a estrutura de capital dos bancos.

Agrava-se ainda o problema uma vez que o cenário global é de excesso de liquidez, oferecendo às *fintechs* uma captação de recursos praticamente ilimitada e a um custo relativamente baixo, liberando-as para guerrear com os bancos oligopolistas brasileiros. Com esse dinheiro fácil, elas têm sido agressivas em ganho de participação de mercado ante qualquer parâmetro de rentabilidade. Acreditamos que, de forma geral, mudanças tecnológicas e nas relações de consumo devem favorecer a redução de spreads de intermediação nos próximos anos, em especial no setor financeiro.

Todavia, tal cenário não implica em impossibilidade de oportunidades no setor. Temos posição em Banco do Brasil. Neste caso, acreditamos que a troca de gestão trará ganhos de eficiência rapidamente, ao mesmo tempo em que existe a possibilidade de venda de partes da instituição. Por conseguinte, o desconto para os seus concorrentes privados deverá ser reduzido.

Em relação às commodities, acreditamos que configuram hoje um risco para o equilíbrio econômico global. Os índices inflacionários das principais economias encontram-se estáveis e baixos, o que poderia ser revertido em um movimento relevante de apreciação das commodities. Com a elevação da inflação, os bancos centrais teriam que responder com elevação das taxas de juros, o que implicaria em consequências negativas para as economias globais.

Cientes do risco, em muitos casos os governos têm incentivado o aumento da oferta financiando projetos e fazendo concessões regulatórias, como pode ser observado no mercado de petróleo americano. Diante deste quadro, mantemos em carteira apenas papéis de empresas produtoras de commodities que tenham margem de segurança mesmo em um cenário de continuidade dos preços em patamares baixos e eventual apreciação moderada do real. Enquadram-se nesta especificação Petrobrás, PetroRio, SLC Agrícola e Vale, que juntas representam cerca de um quinto da carteira.

Nossa alocação continua majoritária em empresas beneficiadas pela retomada do mercado interno, especialmente relacionadas ao consumo, logística e construção. Embora boa parte das ações já tenha

incorporado uma premissa positiva nos preços, acreditamos que o movimento de retomada da economia será intensificado, especialmente pelas reformas e estímulos que o governo deverá injetar. Acreditamos que o Brasil está na primeira metade de um ciclo positivo, devendo apresentar uma trajetória ascendente de crescimento e produtividade.

Nossas principais posições neste sentido estão em JSL Logística, JHSF e MRV, que representam cerca de um terço da carteira. Em relação à JSL, iniciamos sua compra nos primeiros dias de 2019 por volta dos 7 reais, equivalente a um valor de mercado de cerca de R\$ 1,5 bilhão. Considerávamos tal precificação completamente incompatível com os ativos da empresa e seu ritmo de crescimento. Hoje, as ações da JSL já são negociadas a cerca de 30 reais, representando um valor de mercado acima de R\$ 6 bilhões.

A Vamos, controlada da JSL que atua na locação de caminhões, máquinas e equipamentos, já entrega um lucro recorrente anual de aproximadamente 150 milhões de reais. Considerando múltiplos de empresas de locação de carros, proxy razoável para este caso, ela sozinha deveria valer algo entre R\$ 3 e R\$ 3,5 bilhões. Vale lembrar que o mercado,

.....
“Com tantas vertentes para serem defendidas, acreditamos que o ROE dos bancos deverá ser reduzido (...)”
.....

com suas loucuras esquizofrênicas, se recusou a pagar cerca de 2 bilhões na tentativa frustrada de IPO em meados do ano passado, um múltiplo de 13x o lucro, algo completamente impossível de encontrar em empresas de crescimento associado à elevada rentabilidade hoje no mercado brasileiro.

A Movida, controlada cuja participação detida pela JSL é de 55% do capital, representa mais um ativo de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões considerando o valor atual em bolsa. E a empresa, após o aprendizado de uma adequada gestão do seu portfólio de veículos, está expandindo a frota ao mesmo tempo em que mantém elevado spread entre o seu ROIC e o custo de capital.

Adicionalmente, deve-se considerar a parte de logística da JSL, com grande elasticidade de demanda e alavancagem operacional, capaz de entregar uma forte geração de caixa com uma retomada ainda que discreta do PIB. Continuamos otimistas com o case, que é nossa maior posição vigente, e acreditamos que o mercado apenas corrigiu uma distorção passada, sem precificar a potencial geração de valor futuro por parte das diversas vertentes de crescimento da empresa.

JHSF é um outro case de enorme sucesso do ano passado. Começamos a comprar suas ações quando a empresa valia pouco mais de R\$ 1 bilhão. Mais uma vez, observamos uma enorme distorção dado o portfólio de ativos da empresa, que engloba shoppings, hotéis, aeroporto, prédios e empreendimentos de luxo. Na época, de acordo com valores de uma venda de fatia dos shoppings para um fundo imobiliário, somente esta linha de ativos valia mais de R\$ 1,5 bilhão, sujeita ainda a reprecificação em um cenário de queda de juros, o qual é provável e iminente.

O estoque líquido somente na Fazenda Boa Vista, um de seus empreendimentos de luxo, valia mais de R\$ 500 milhões. E ainda levávamos o aeroporto, toda a rede de hotéis e restaurantes, além de um *landbank* relevante e com alto VGV potencial. Somente nos últimos meses foram lançados 3 empreendimentos nessas áreas com VGV acima de R\$ 6 bilhões. O mercado rapidamente reconheceu este absurdo e hoje a empresa já vale cerca de R\$ 5 bilhões. Acreditamos, que assim como no caso da JSL, o mercado tenha apenas corrigido uma distorção passada, sem considerar possibilidades de crescimento da empresa.

Há outros cases de sucesso que poderíamos citar, mas a mensagem que queremos deixar para nossos investidores é que estamos otimistas e atentos às oportunidades que o mercado eventualmente nos oferece, além de potenciais reversões no cenário que ensejarão reavaliação das estratégias. Acreditamos que o preço dos ativos está, acima de tudo, correlacionado aos seus resultados e as empresas do nosso portfólio devem entregar resultados cada vez melhores. Há assimetrias relevantes na bolsa, especialmente em small caps, que associadas a um cenário macroeconômico benigno, devem refletir em uma valorização adicional dos ativos, mantendo a tendência primária de alta iniciada em 2016 no mercado brasileiro.



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

impactoinvestimentos.com

Siga nossas Redes Sociais:

 @impactoinvestimentos

 Impacto Investimentos

 @impactoinvest

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.



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

