

RESENHA MENSAL

Saco vazio não para em pé

AGOSTO 2023



TRÍGONO
CAPITAL
ALÉM DO ÓBVIO

Saco vazio não para em pé

(Um brevíssimo aviso: a primeira parte do texto que se segue foi escrita 10 dias antes da decisão do Copom de cortar a Selic em 0,5 ponto percentual para 13,25% no dia 2 de agosto. Nas demais partes, este contexto já foi considerado).

Prezados leitores e investidores,

O título da resenha deste mês é uma expressão popular que talvez seja familiar apenas àqueles com mais de 50 anos. Era muito comum entre muitas avós. A minha, por exemplo, querida vovó Carminha (Maria do Carmo), portuguesa da pequena Moura (no Baixo Alentejo), costumava usá-la quando chamava o bando de netos e netas para comer. Não era um convite – era meio que uma ordem; e tinha que ser, porque, na hora do almoço, a molecada, engajada na brincadeira, não queria parar para ir se alimentar. E quem poderia resistir às iguarias portuguesas, como a galinha ao molho pardo? E, à tarde, aos deliciosos bolinhos de chuva?

Mas, claro, essa experiência da infância não é pré-requisito para entender a expressão: ela pode ser confirmada empiricamente. Com as sacolinhas plásticas, pode até ser que fiquem mais ou menos em pé, mas desconjuntadas e cedendo à menor movimentação de ar. Os de papel, a mesma coisa. Sacos de aniagem (algodão, linho ou outras fibras naturais), então, nem de pé ficam: em geral são usados para transportar grãos – café, milho, soja etc. – e são estes que lhe dão estrutura.

Pois bem, deixemos essa breve digressão em banho-maria por enquanto.

*

O leitor que veio à nossa **Resenha** deste mês certamente está interessado no tema do momento (no “*talk of the town*”, como diz a revista “*The New Yorker*”): juros.

Tenho recebido um número inaudito de pedidos de entrevistas, coisa de celebridade mesmo (“Ok, Werner, menos, menos”), para falar de *small caps* – desde avaliar por que estão desempenhando tão bem neste ano, até estimar o que se pode esperar do mercado a partir da queda da Selic, que acaba apenas de começar. Nós na Trígono nos antecipamos um pouco a esse interesse nas *small caps* e fizemos uma live no dia 19 de julho (<https://www.youtube.com/watch?v=AZ-mOYyKbj4>) sobre o tema – uma espécie de *master class* explicando o que elas são e como se comportam – e por que investir nesta classe de ativos, que é o diferencial da Trígono no mercado de gestores de recursos, ou *asset management*, como conhecidas.

Nesse contexto de expectativa de queda de juros, o mercado – notadamente investidores *top-down* – considera o comportamento das taxas de juros um fenômeno da maior importância. Vamos, então, relembrar quais fatores são levados em consideração na perspectiva *top-down*, baseados no comportamento macroeconômico:

- Inflação e tendência;
- Taxa de juros determinada pelos bancos centrais e praticada pelo mercado;
- Taxa de risco do país e *ratings*;

- Crescimento do PIB;
- Taxa de desemprego;
- Crescimento industrial e índices de consumo;
- Contas públicas;
- Ciclos econômicos (local e global).

A combinação destes fatores será determinante para a alocação setorial por gestores e investidores que buscam empresas mais atraentes dentro dos setores determinados e mais favorecidos pelas perspectivas da dinâmica econômica, local e global.

O *top-down* é portanto uma dinâmica comportamental em que os agentes econômicos reagem da mesma forma a cada novo indicador e, a partir deles, tentam se antecipar ao mercado – como se isso fosse possível. Não só a renda variável – também os juros no mercado futuro, as taxas de câmbio e até os preços das *commodities* reagem a tais informações. Esses investidores tendem a girar suas carteiras mais intensamente, incorrendo em maiores custos de transação (corretagem, impostos, no caso de indivíduos, ou resgates de fundos) e nas ineficiências das negociações quando o mercado transaciona nas mesmas direções. Isso leva às quedas e às altas acentuadas dos ativos, a temida volatilidade que, para alguns, é sinônimo de risco.

Já os investidores que aplicam o conceito *bottom-up* (e aqui se encaixa a Trígono) colocam fatores macroeconômicos no banco de trás: estes são amplamente conhecidos, e acaba que não sobra espaço para muita diferenciação na interpretação ou na antecipação deles. No *bottom-up*, analistas e investidores se dedicam a uma profunda avaliação das empresas - os diferenciais, a gestão, o valor, os dividendos, a geração de valor ao acionista, tudo na perspectiva *buy-and-hold* ("comprar e manter", em tradução livre) – ou seja: na perspectiva de horizonte de longo prazo. Eles se mantêm alheios àqueles movimentos caóticos e ao nervosismo (o popular "barata voa") do mercado a cada novo indicador econômico. Para isso, é preciso contar com uma equipe de investimentos (analistas e gestores) de alta (altíssima) qualidade.

Se no *top-down*, os comitês de investimentos seguem a visão dos economistas em relação à macroeconomia, no *bottom-up*, os fatores microeconômicos e fundamentos das empresas ganham o centro do palco. Por exemplo, citamos o setor siderúrgico: neste, os preços do minério de ferro no dia anterior terão grande importância na negociação da Vale no dia seguinte (principal empresa do setor no Brasil e uma das principais da B3). A ação da Vale norteará preços de ações de siderúrgicas como CSN, Usiminas e Gerdau, e vai influenciar também as de produtoras de ferroligas (Ferbasá) e alumínio (CBA), cujos fundamentos não necessariamente são os mesmos.

O *bottom-up* não ignora os fatores macro, mas entende que há um peso muito maior na análise e na avaliação das empresas – e muitas vezes acaba se beneficiando do movimento de venda setorial. Como muitas vezes as empresas atuam em nichos ou mercados específicos, elas acabam sendo pouco afetadas pelos setores macro, e podem até se beneficiar, ainda que grande parte do mercado não perceba. Tupy e Metal Leve são exemplos clássicos (ambas investidas pela Trígono). Considerando que seus negócios estão em cheque pelo processo de eletrificação de veículos, a realidade brasileira é muito diferente e tanto Tupy como Metal Leve se beneficiam do processo de descarbonização na busca de motores mais eficientes tanto energeticamente como ambientalmente, além do Brasil possuir uma matriz energética distinta, em que etanol, biometano e hidrogênio terão uma vida longa, além dos híbridos, conjugando motores a combustão com elétricos e do envelhecimento da frota, que requer reposição e

manutenção no Brasil e em todo lugar. Na América Latina e na África, e mesmo na Índia, a dinâmica será parecida. Vida longa aos motores a combustão nas suas mais variadas formas. O Brasil poderá se transformar num grande centro de produção e exportação de motores a combustão, pois europeus e, em menor escala, EUA, deverão gastar zilhões de dólares em eletrificação, restando parcós recursos para os motores a combustão, ainda que estes terão uma longa vida, especialmente na linha de comerciais e pesados, como caminhões de longa distância, tratores e máquinas *offroad*, como aquelas fabricadas pela Caterpillar (vide comentários mais à frente).

Percebemos que na perspectiva *top-down*, e diante da forma simplista de avaliação de empresas, corretoras e gestores, que estabelecem múltiplos, como EV/EBITDA ou P/L médios como justos, e simplesmente recomendam ou fazem seus investimentos com base em desconto ou prêmios sobre tais múltiplos – sem considerar a taxa de juros ou mesmo a taxa de crescimento do PIB dos países em diferentes momentos e magnitudes e outros fatores. Ou seja: um múltiplo de EV/EBITDA de 6x e P/L de 12x dentro do combo “inflação de 3% - juros de 7% - crescimento de PIB de 3%” pode ser o mesmo se o combo for “inflação de 4% - juros de 12% - PIB de 0,5%” em um período diferente.

Pode ser que aconteça de, em ciclos positivos ou negativos da economia, os analistas fazerem uma expansão ou uma contração de múltiplos, correndo atrás do mercado – ou seja: reduzem os múltiplos com a bolsa em queda ou vice-versa; assim, seus preços-alvo não ficam tão distantes daqueles no mercado. No caso de recomendação de compra, veremos com frequência um potencial de valorização num intervalo entre 20% e 40%, sejam quais forem os resultados ou a dinâmica da economia.

No *bottom-up*, e ainda mais quando se emprega o método de fluxo de caixa descontado ou EVA (caso da Trígono), juros e taxa de desconto a valor presente também são levados em conta. Ou seja: o macro não é totalmente ignorado, mas o peso de fato está na geração de valor das empresas individualmente. Pouco importam os múltiplos “justos” ou históricos das empresas ou dos setores, especialmente porque olhamos adiante e não no retrovisor. Neste sentido, a Trígono busca explorar e capturar as ineficiências de mercado, arbitrando os diferenciais entre preços que o mercado determina e o valor justo que calculamos. Maior é a diferença em direção ao valor, mais atraente é determinado ativo.

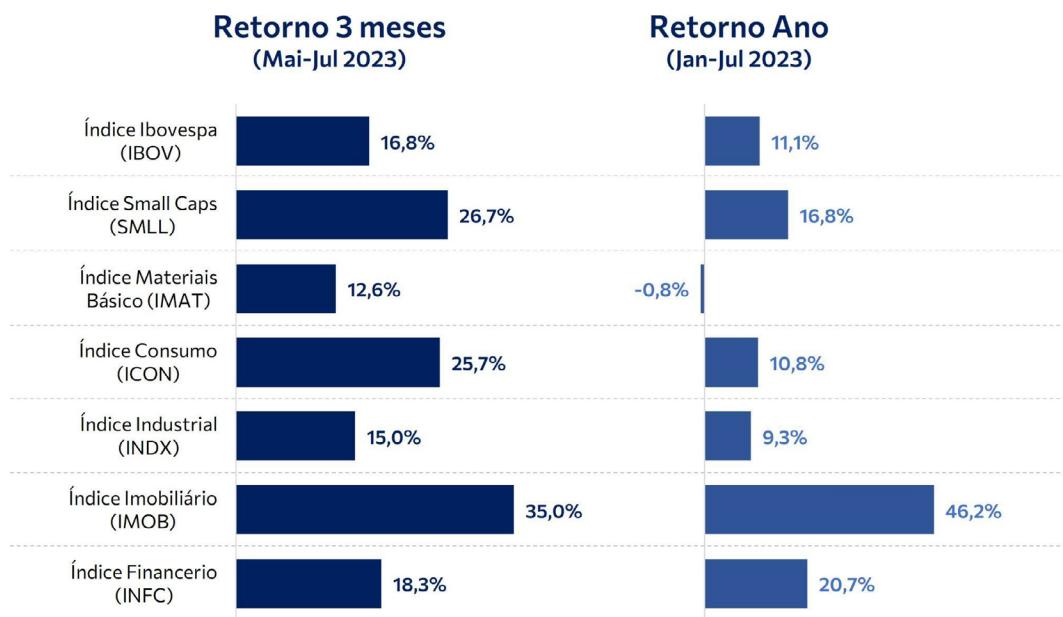
*

Bem, vamos agora tirar do banho-maria a digressão com que começou nossa conversa.

O que as vovós do passado queriam dizer aos netinhos com o “saco vazio não para em pé” é que, para manter a energia para continuar as brincadeiras, era preciso comer, se alimentar, “recarregar as baterias” (no caso das mais moderninhas). Saco só fica de pé quando cheio.

A nosso ver, o mercado vem se antecipando à dinâmica da possibilidade de cortes na Selic, com a queda nas taxas de juros a termo (futuras) e nos prêmios sobre títulos indexados à inflação. Esse é um dos principais fatores a explicar a valorização do índice SMLL de 16,8% no ano – ou 26,7% nos últimos 3 meses –, ante 11,1% e 16,8% do IBOV nos mesmos períodos. Mas isso talvez não baste para manter o saco em pé – leia-se: sustentar a alta de certos setores e empresas.

Destacamos os seguintes índices de segmentos e setoriais da B3 no acumulado do ano e nos últimos 3 meses:



Como dito logo acima, um saco em que se acondicionam coisas ou produtos fica em pé se estiver cheio (ou quase); sem a sustentação do próprio conteúdo, ele cai.

Julgamos que apenas as taxas de juros não bastam para sustentar uma alta generalizada do mercado e em setores mais sensíveis. Como destacado antes, outros elementos são necessários – entre eles fatores macroeconômicos e de mercado global, como o comportamento das economias de EUA (juros do Fed incluídos) e da China e o apetite por risco para mercados emergentes entre investidores e alocadores de mercados desenvolvidos – e estes são só alguns dos mais importantes. Cabe destacar que as contas públicas no Brasil apresentam evidências de deterioração, mas ficando em segundo plano – reforma tributária e futuro da Selic vão dominar manchetes e noticiários econômicos ainda por algum tempo.

Quando esta resenha chegar às suas mãos, caro leitor, o mercado já terá digerido a decisão do Copom e a ata da reunião (mais importante que a simples alteração na taxa), e os resultados do segundo trimestre já serão conhecidos. Usualmente o mercado reage de forma exagerada, tanto quando os resultados decepcionam como quando agradam. Variações de preços de ativos baseadas em apenas um trimestre mostram o quanto o mercado funciona de olho só no trimestre recém-encerrado (retrovisor de pouco alcance) – ainda mais num momento de possível mudança do ciclo da economia, em que ainda pairam muitas incertezas além da própria linha magnética e o limbo giratório (escala) da bússola do mercado. Setores e empresas que se valorizaram demais com base apenas nas expectativas de queda na Selic/juros podem acabar sendo o saco que, sem mais nada a sustentá-lo, vai ao chão.



Na Trígono, seguimos pragmáticos quanto à forma de selecionar ativos e compor carteiras, ponderando principalmente fundamentos, solidez financeira e geração e criação de valor das investidas (usando o EVA). O mercado, este que siga seus humores típicos, euforia ou depressão, diante de indicadores econômicos ou expectativas. Não ignoramos mudanças estruturais da economia e seus efeitos nas empresas – é exatamente para entendê-los que fazemos análises e ajustamos modelagens –, mas ajustamos posições de acordo com o valor dos ativos, e não com as expectativas do mercado.

Destacando setorialmente nossas principais posições, estamos felizes com o comportamento da indústria (o primeiro a sentir o efeito do desaquecimento e retomada da economia), do agronegócio (sustentando o PIB) e de setores relacionados, além do Plano Safra 23/24, que irrigará as necessidades de financiamento (custeio e investimentos). Também existe a possibilidade de recuperação dos preços das *commodities* agrícolas (El Niño, Ucrânia, fatores climáticos localizados, demanda da China e tensões geopolíticas deverão movimentá-los).

Nossos investimentos em *commodities* são relacionados à descarbonização e à energia renovável, limpa e de baixo custo no Brasil – e ao açúcar, que se encontra num ciclo de preços positivo, com problemas de oferta e na relação estoques/consumo favorecendo a alta (ou pelo menos sua manutenção em níveis elevados, como o atual).

Nos preocupa o artificialismo dos preços da Petrobras: embora vise ajudar no controle da inflação e na redução dos juros, os efeitos subjacentes causados são bastante negativos, como a limitação na alta do preço do etanol, fazendo com que algumas empresas prefiram exportar ou mesmo estocar quando possuem capacidade financeira e tancagem para armazenagem. Existe ainda a possibilidade de aumentar-se a mistura do etanol na gasolina de 27% para 30%, criando demanda adicional.

As declarações de representantes do governo (ministros e BNDES) de atuar na reindustrialização do país corrobora as nossas críticas de que o país abdicou da indústria, geradora de empregos e elemento dinamizador da economia, voltando à condição de mero exportador de produtos básicos (notadamente para a China) de baixo valor agregado. Vemos o relógio ser acertado para trás no tempo, rumo à condição de colônia em que o Brasil vivia entre os séculos 17 e 19, mudando só a região, da Europa para a Ásia. Mesmo com um agronegócio vigoroso, a sustentar crescimento em regiões menos desenvolvidas e nas fronteiras agrícolas (além do impulso que dá ao setor logístico, com os armazéns e bens de capital empregados na

produção), o que vemos, sem indústria consolidada e forte, é uma baixa geração de empregos (não raro, de baixa qualificação) e um crescimento econômico anêmico, além de uma baixíssima produtividade industrial por falta de investimentos em modernização. O governo também tem acenado para incentivos em investimentos industriais em mecanismos tributários, como depreciação acelerada, medida que julgamos adequada, além da reforma tributária favorecendo o setor industrial.

Também priorizamos empresas de baixo endividamento e forte posição de caixa, blindadas ao atual ciclo monetário e com capacidade de investir e crescer, com pouca dependência de alavancagem financeira. Ainda que o mercado possa se “engraçar” por empresas mais alavancadas, de olho na queda nas taxas de juros, acreditamos que isso vai demorar a aparecer nos balanços. Via de regra, empresas muito endividadas e dependentes de crescimento sofrem ainda um bom tanto antes de começarem a melhorar.

Para o saco parar em pé, é preciso sustentação – e esta virá com balanços fortes e economia equilibrada (contas públicas, crescimento e inflação controlada).

Conjuntura internacional

Abrimos esta seção falando da China, que vive uma conjuntura atual inédita. Economistas recorrem sempre a referências históricas para explicar crises – que, em maior ou menor grau, têm similaridades entre si. Neste ano, o PIB chinês deve crescer perto de 5% e, mesmo assim, a situação do país não é animadora. Quem dera o problema no Brasil fosse um crescimento de “só” 5%... mas na China, que se notabilizou por uma longa série de crescimentos anuais de 10%, não é necessariamente suficiente (pelo contrário).

A economia chinesa hoje sofre com uma séria falta de demanda, seja no consumo da população, seja em investimentos corporativos. Uma série de fatores levou a isso.

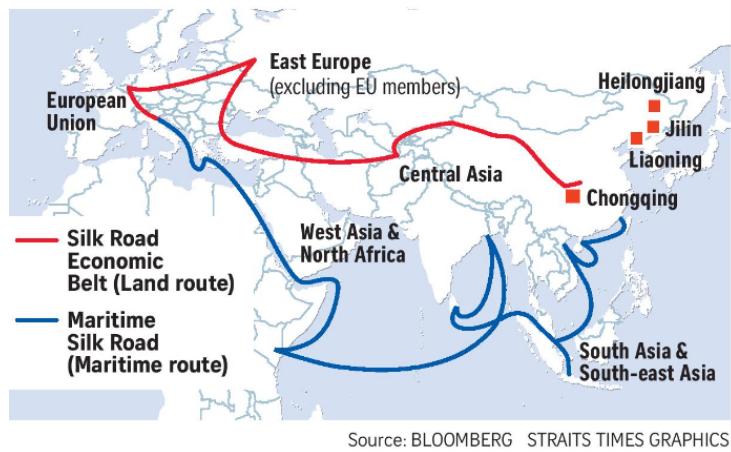
Na parte do consumo da população, o principal foi o impacto psicológico que a COVID-19 teve. Ao contrário de boa parte dos governos globais, a China, via de regra, forneceu apenas alimentos para a população em situação de *lockdown*. A falta de segurança social (aposentadoria pública) em uma população que estava acostumada à constante melhora cobrou um preço alto da confiança do consumidor.

Na raia ao lado vem a crise imobiliária: o consumidor chinês não via preços de imóveis caírem há décadas.

Na parte corporativa, regulações mais duras partiram do setor imobiliário e se espalharam para os setores de tecnologia, industrial, educacional e financeiro. Investir não está mais no Top 5 de prioridades dos empresários – e talvez não esteja mais nem no Top 10 (e seria bom checar se está no Top 50).

O governo não tem encontrado ânimo para um estímulo fiscal forte, que ponha em movimento às conhecidas obras colossais de infraestrutura. Espaço para isso até há; afinal, o governo chinês foi um dos que menos gastou na pandemia. Mas os burocratas parecem concordar que os investimentos feitos recentemente nesse sentido não têm apresentado o retorno esperado. Veja-se a decepcionante nova rota da seda.

China's One Belt, One Road initiative



Nesse cenário, projeções extremamente pessimistas têm marcado a precificação de *commodities* mais correlacionadas à economia chinesa atualmente. Quem olha para, por exemplo, papel e celulose, minério de ferro, aço e alumínio vê custos de produção maiores do que o preço de venda – e isso vem causando stress financeiro e fechamento de plantas menos eficientes. Esse, no entanto, é um ciclo natural em qualquer *commodity*. Aí, os investimentos desaceleram/param; o produto começa a rarear; e o ciclo se reverte.

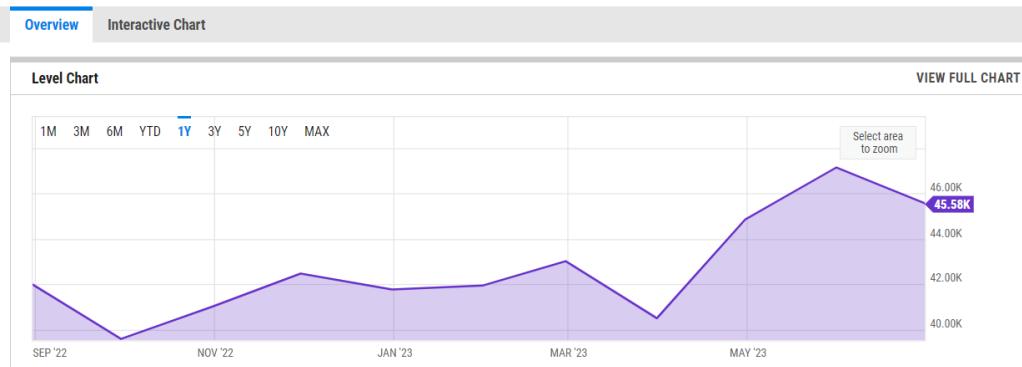
A China, notoriamente suscetível a tensões sociais, tem sido mantida em relativo controle pelo regime comunista porque tem proporcionado prosperidade econômica à população. Por isso, apesar da atual fase fraca da economia chinesa ter um certo ar de naturalidade, o governo precisa manter no país uma dinâmica de crescimento positiva; daí, espera-se que os estímulos aumentem, revertendo a atual zica (com a licença para a gíria). Seguindo novidades sobre estímulos fiscais e alívios regulatórios no setor imobiliário em julho, o índice Hang Seng (Hong Kong) subiu 6% no mês, e o NASDAQ Golden Dragon (da China continental) subiu 20%.

Empresas de *commodities* que já negociam a múltiplos baixos, gerando caixa, estão em posição boa para aproveitar o ciclo de alta, que virá quando o parafuso completar a atual volta. A ver. E boas oportunidades para aquisições daquelas mais debilitadas financeiramente.

Os EUA, de seu lado, impressionam com o ritmo de geração de emprego ainda a superar as estimativas dos economistas. Mesmo com a alta de juro recente pelo Fed, a bolsa americana segue subindo e a ala otimista cresce na medida em que as previsões de recessão vão se provando erradas. O cenário de desaceleração inflacionária, em paralelo com crescimento econômico, parece agora ser o mais provável. O ciclo de investimentos do *reshoring* (trazer a produção para dentro do país) industrial é animador e deve prosseguir nos próximos anos, incentivando também a renovação da infraestrutura. A venda de veículos (leves e pesados) também segue com forte crescimento anual, assim como o Dodge Index (bom termômetro para o setor de construção pesada no país).

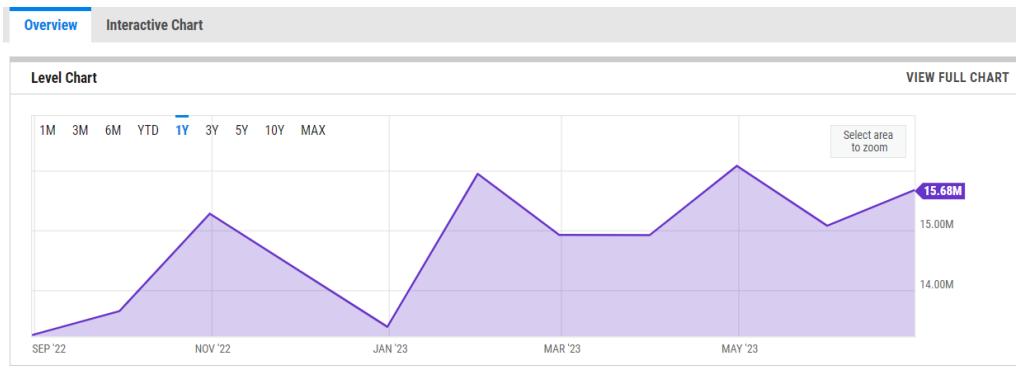
US Heavy Truck Sales (I:USHTS)

45.58K for Jun 2023



US Total Light Vehicle Sales (I:USLVS)

15.68M for Jun 2023



DODGE MOMENTUM INDEX

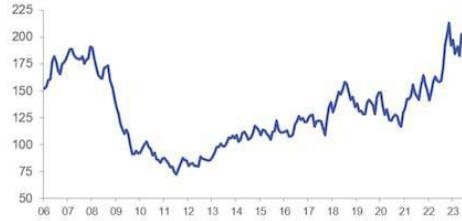
(2000=100, Seasonally Adjusted)

	Jun-23	May-23	% Change
Dodge Momentum Index	197.3	202.4	-2.5%
Commercial Building	222.2	215.6	3.1%
Institutional Building	166.5	186.0	-10.5%

Source: Dodge Construction Network

DODGE MOMENTUM INDEX

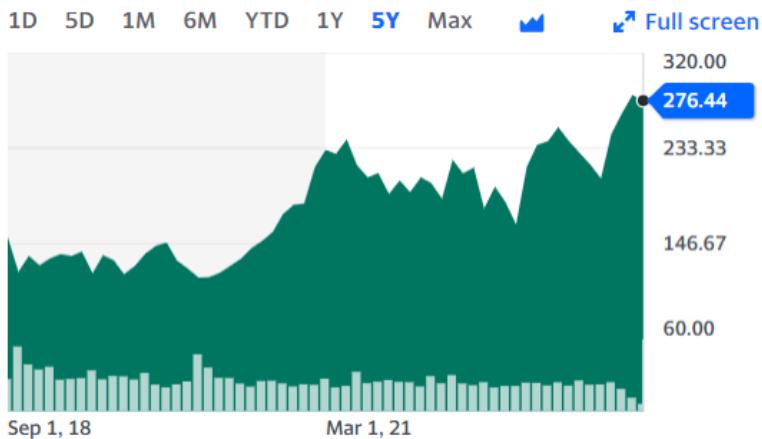
(2000=100, Seasonally Adjusted)



Continuando a discussão sobre inflação de serviços da resenha anterior: a manutenção desta em patamares altos tem raízes na geração de empregos. Um novo aumento na taxa de juro americana só deverá vir se a economia de fato estiver forte e sem sinais de arrefecimento. Nesse caso, a alta do juro daria certa confiança para a postura mais otimista – já que seria

compensada pelo crescimento econômico. O fortalecimento do dólar americano combinado ao aumento de demanda seria positivo para as investidas industriais (da Tríkona).

Destacamos os resultados da Caterpillar – muito acima do esperado pelo mercado, causando forte alta das ações (sendo boa referência para a força do setor, que atua em vários segmentos da economia). O gráfico abaixo ilustra o comportamento da ação da Caterpillar nos últimos 5 anos, atingindo a máxima histórica e praticamente dobrando de valor. A empresa é uma das principais clientes da Tupy. Será tal comportamento algum sinal de recessão ou arrefecimento da economia?



Fonte: *Yahoo Finance*

O índice Dow Jones atingiu patamar recorde em julho, subindo 3%, e parece ser questão de tempo até que atinja o *all time high*, com ótimos resultados da Caterpillar e outras empresas industriais. O índice S&P 500 também subiu 3%, e a Nasdaq 4%. Já na Europa, a narrativa de *soft landing* ainda é bastante divergente: a inflação cede rapidamente com as sucessivas altas de juro do BC Europeu, mas há dúvidas se a economia seguirá crescendo (os sinais mais recentes são de fraqueza). A situação pode ficar mais difícil para a Europa se o Fed continuar subindo seu juro. O índice da bolsa europeia Euro Stoxx 50 subiu 1,6% no mês passado, seguindo o otimismo das bolsas globais, mas num tom mais moderado.

Sobre o corte do *rating* americano pela Fitch, comentamos sobre o cenário fiscal duvidoso dos EUA, mas a discussão de calote americano ainda beira o delírio. A preocupação real é com a dinâmica econômica que se desenvolverá quando o governo americano passar por um arrocho fiscal – o que deve acontecer, cedo ou tarde.

Conjuntura nacional

A economia nacional segue em ritmo razoável, com recuperação gradual da massa salarial real da população – em junho, houve crescimento de 0,5% em relação ao mês anterior, e de 6,9% sobre um ano antes (boa parte disso sendo explicado pelo reajuste salarial acima da inflação). O desemprego segue caindo – no mês passado ficou em 7,9%. Com a recuperação pós-pandemia, o emprego (formal e informal) cresceu rapidamente; a fase atual é de formalização (menos pela criação de vagas e mais pela conversão da informalidade em formalidade), o que é saudável para a economia). Os serviços cresceram 0,9% em maio sobre abril e 4,7% sobre um ano antes.

A indústria apresentou leve crescimento em junho – de 0,1% sobre o mês anterior, explicado principalmente pela alta nos setores extrativo e de vestuários e calçados. Os destaques para a indústria automobilística no ano são ônibus e implementos rodoviários: de janeiro a julho, as vendas de ônibus cresceram mais de 40% e as de implementos rodoviários subiram 4%.

Caminhões estão na trajetória de recuperação pós-troca do Euro 5 para Euro 6 (já discutida em resenhas anteriores relacionadas a novos limites de emissões veiculares para o diesel). Em julho, as vendas cresceram 5% sobre junho (mas, no acumulado do ano, ainda há queda de 14%). Estímulos governamentais como incentivos e subsídios para renovação da frota de caminhões pesados (mais de 900 mil veículos, verdadeiras sucatas ambulantes perambulam por nossas estradas e cidades), com grandes benefícios ambientais, de segurança, econômico, no consumo de combustíveis e para os próprios condutores proprietários.

No mercado de veículos leves, julho teve o benefício do plano de descontos para carros populares: as vendas subiram 19% sobre junho, e há uma alta de 11% no acumulado do ano quando comparado ao mesmo período de 2022. Com o fim do programa, as vendas podem decrescer nos próximos meses – mas, no geral, as vendas foram acima do esperado. Diversas montadoras que haviam concedido férias coletivas ou tinham programas de demissão voluntária abertos refizeram seus planejamentos e estão diminuindo o número de dispensas (lembmando que esse planejamento já levava em conta o programa governamental).

O IGP-M segue em queda: em julho, caiu 0,72%, e 7,72% em 12 meses. O IPCA caiu 0,1% em junho e a inflação acumulada de 12 meses atingiu 3,1% (abaixo dos 3,25% da meta para 2023, e está só ligeiramente acima dos 3% para 2024). Para o ano, boa parte das instituições financeiras projeta taxas inferiores a 4% - muito abaixo, portanto, dos 4,75% do teto da meta.

A alta recente do petróleo pode atrapalhar essa previsão, mas, com a nova gestão da Petrobras, o impacto deverá ser amenizado. Resta ver como a estatal administrará as defasagens de 24% na gasolina e de 27% no diesel em relação à paridade internacional (respeitada na gestão anterior). Com o aumento do petróleo e uma alta no dólar, tal defasagem será ainda maior, prejudicando resultados e inviabilizando a refinaria Acelen – ex-Mataripe (Refinaria Landulpho Alves), a primeira do Brasil, criada em 1950 (antes mesmo da Petrobras) e privatizada em novembro de 2021 para o fundo Mubadala Capital, de Abu Dhabi. As relações comerciais do Brasil com os Emirados Árabes Unidos (dos quais Abu Dhabi faz parte) podem sair prejudicadas, inibindo novos investimentos no país. A conferir.



Com a queda da Selic (corte de 0,5 ponto percentual) dia 2 de agosto, há alguns fatores a se levar em consideração na curva de juros, como: expectativa dos agentes econômicos, câmbio, defasagem do preço dos combustíveis e até o clima local e global, podendo afetar os preços dos alimentos.

Como comentamos antes, há certo otimismo do ponto de vista do PIB, que segue reagindo relativamente bem, com crescimento sustentado principalmente pelo agronegócio e pela supersafra 22/23 (fruto do aumento de produtividade e de mais tecnologia no campo). Há também modestas contribuições da indústria e do setor de serviços – este último puxado pela demanda maior, originada do crescimento da massa salarial e de programas sociais. Além disso, o novo ciclo de queda de juros deve, no médio prazo, revigorar os setores imobiliário e de varejo (que vem penando nos últimos semestres).

O preço dos imóveis, que foram bem além do IPCA em 2022 e mesmo neste ano (de acordo com o índice FipeZap), é bom indicativo de que ainda há demanda por consumo na população e de que a economia segue em boa trajetória, mesmo com a alta de juros. O outro lado da moeda (e a moeda sempre tem pelo menos um outro lado) é o forte aumento de custos e preços; estes funcionam pressionando para baixo a capacidade de compra e aumentam as dificuldades para se obter financiamentos (as prestações deixam de caber no orçamento dos mutuários). Eis aí outra equação em busca de uma solução. Aqui a fome não combina com a vontade de comer, e o saco parece não ter sustentação.

O cenário fiscal à frente carrega grandes dúvidas. O equilíbrio fiscal, que deve vir por meio da receita, não parece claro. A cada semana novos impostos são ventilados e abandonados, e o empresário fica sem saber como seu negócio será tributado. Tributação do patrimônio, herança e dividendos são figurinhas fáceis de aparecer quando se fala em fontes adicionais de receitas. Sobre cortar despesas ou melhorar a eficiência administrativa, nada se ouve.

Da mesma forma, o mercado financeiro não tem visibilidade sobre o nível dos déficits futuros. Só neste ano, a meta de déficit já foi elevada uma vez, e nada indica que vai parar por aí. O rombo esperado subiu de 0,5% para 1% do PIB, mas, na prática, deve ser superior a isso. Essa falta de visibilidade é muito grave – impacta a confiança do consumidor e do empresário, abala a curva de juro e pode bater na bolsa. Também resta ver como o Banco Central reagirá a tais déficits – que são criadores de pressões inflacionárias por natureza e têm de ser financiados com dívida do Tesouro ou aumento de impostos – e o bolso do brasileiro, consumidor ou empresário, acaba sendo de novo onerado.

Apesar de tudo, a bolsa sobe com o preço das ações – que andavam bastante depreciadas – puxando a composição. Mas mesmo com a alta recente a bolsa ficou praticamente parada em dois anos. O Ibovespa teve valorização de meros 0,12% em 24 meses (base: 31 de julho), ante 24,29% do CDI no mesmo período. Os múltiplos seguem muito abaixo da média histórica, em sentido inverso ao juro real, com prêmio acima de dez pontos percentuais sobre o IPCA de 12 meses. Mas, se olhados não os últimos 24 meses, e sim os últimos 12, vemos um IBOV subindo 18,2%, deixando lá atrás o CDI, com seus 13,59%. Fica aí mais uma evidência de que *market timing* é a homeopatia do universo financeiro: não funciona. E nos últimos três meses o ganho foi de nada menos de 16,8%, equivalente a 15 meses de CDI ao nível atual.

Poucos investidores devem ter capturado tal alta, aumentando sua alocação em renda variável. Na verdade, houve o contrário: investidores institucionais e individuais reduziram alocação em renda variável para se amontoar na renda fixa, justamente num momento de inflexão a favor daquela. Desse ganho de 18,2% em 12 meses, 92,3% foram gerados nos últimos três – entre

maio e julho, e muitos investidores abandonaram a renda variável bem nesse momento de inflexão, como demonstra o fluxo financeiro de locais e estrangeiros.

Nas *small caps*, o que aconteceu deixa ainda mais claro o que é o *market timing*: o índice SMLL subiu 17,47% nos 12 meses encerrados em julho – mas nos três meses finais a valorização foi de 26,7%, recuperando a perda de 9,2% dos nove meses anteriores. Quantos alocadores ou estrategistas (ou *market timers*) pensaram em se posicionar em *small caps* – ou na renda variável de modo mais geral – antes deste *rally*? E olhem que as evidências de queda nas taxas de juros eram cada vez mais fortes.

Se a política der, efetivamente, suporte e clareza razoáveis, os fatores estarão alinhados (queda forte do juro real e bolsa descontada e atraente) para um *rally* sustentável. Talvez os últimos três meses, que concentraram o ganho, tenham sido apenas um início, quem sabe? *Market timers*, e aí? *Should I Stay or Should I Go* (deve ficar ou ir), título de uma resenha a respeito de IPOs e título de hit da banda inglesa The Clash, formada em 1976 e extinta dez anos após.



Além disso, a reforma tributária pode ter outros benefícios além do equilíbrio fiscal – a simplificação de impostos, por exemplo, seria um imenso e bem-vindo ganho. A resolução de conflitos jurídicos tributários seria outro. E a indústria – pobre indústria, tão maltratada e esquecida nas últimas décadas – também colheria benefícios. Tudo isso aumenta a confiança do empresário. Mas ficam dúvidas, como o tratamento aos créditos tributários existentes, os incentivos fiscais vigentes e os vários pontos ainda obscuros.

Temos ainda um cenário incerto na China – embora o governo de lá venha tentando dinamizar sua economia. Se houver uma reversão da tendência negativa no país, será mais um catalisador de alta para a bolsa brasileira.

Em julho, o dólar caiu 1,32%, o Ibovespa subiu 3% e o índice SMLL, 3,1%. Esta alta foi sustentada pelo fluxo estrangeiro e por seu saldo positivo de R\$ 8,9 bilhões, após os R\$ 13,5 bilhões de junho. No ano, já são R\$ 32 bilhões.

Desempenho dos Fundos – Julho 2023

Em julho, vimos um mercado em compasso de espera: a tão aguardada decisão do Copom, que daria o “*kickstart*” (ou o bom e velho “pontapé inicial”) em um ciclo de cortes na taxa Selic (e o corte inicial, de 0,5 ponto percentual, afinal veio, em 2 de agosto). Também se está à espera da safra de balanços do 2T23, que vai ocorrer ao longo deste mês – muito aguardados são os

resultados, principalmente de companhias altamente alavancadas, para as quais a redução da Selic ainda vai demorar para ser sentida.

Um alerta aos aventureiros: cuidado com empresas que são vendidas como a “bola da vez” no cenário de juros mais baixos. Muitas delas já subiram 50% ou até 100% nos últimos meses, com o mercado antecipando esses alívios – e elas podem estar já plenamente – senão excessivamente – precificadas. Típico comportamento “maníaco-depressivo” do mercado, que não consegue ser moderado em nenhuma direção.

Apesar do nosso otimismo cauteloso, seguimos confiantes com nossas investidas – feitas que são para todos os climas. Mas, adiantando um pouco da história para aqueles que não acompanham de perto nossas teses: algumas delas terão resultados mais baixos que os vistos em 2022, que foi excepcional para algumas delas – Ferbasa e Kepler Weber, por exemplo. **Na Trígono não olhamos apenas a foto trimestral nem assistimos apenas ao trailer de 2 minutos: aqui, olhamos o álbum completo, assistimos ao filme inteiro, e só então avaliamos as companhias. E por aqui gostamos mesmo é daqueles filmes bem clichê, com final feliz – leia-se: empresas com pilares bem fundamentados, em nichos bem definidos, subavaliadas (segundo a metodologia EVA), com boa capacidade de pagar dividendos, forte estrutura de capital e boas práticas de sustentabilidade.** Uma empresa que combine todos esses fatores dificilmente frustrará os acionistas ao longo dos anos.

Mesmo com o mercado em “stand-by”, ficamos felizes em ter chegado ao fim de julho com todos os fundos no campo positivo. Os ganhos foram, na maioria, modestos (ali nas casas de 1% a 2%), mas não ficaram muito longe dos *benchmarks* – IBOV (3,3%), IDIV (2,8%) e SMILL (3,1%). Isso é consistência.

Mas o Horizon *Microcap* (empresas com até R\$ 3 bilhões de valor de mercado ou capitalização) merece a estrelinha dourada no caderno: entregou 4,2% de valorização (com 17,6% de alta acumulada em 2023), mostrando o potencial das empresas investidas no cenário que se desenha. O Power & Yield, o nosso “patinho feio” do ano até aqui, acreditamos, tem muito valor a entregar – e já vem ensaiando uma recuperação: foram nada menos que 8,3% de alta no mês (e o referencial, IEE, em queda de 0,9%).

Nesta seção vamos aproveitar para antecipar e comentar brevemente os resultados de duas importantes investidas: Kepler Weber e Irani (esta última comentada na parte do Delphos). Outras companhias importantes, como Ferbasa, Tupy, Metal Leve e Schulz, serão assunto para a **Resenha** de setembro (mas, para aqueles mais curiosos, é só acompanhar nossas lives semanais de agosto).

*

Da Kepler, já esperávamos um trimestre mais fraco. O segundo trimestre costuma mesmo ser o mais fraco do ano: produtores estão bem “ocupados”, saindo da safra de soja e indo para a safrinha de milho. Além disso, há a espera dos produtores pelo PCA (R\$ 6,6 bilhões, um aumento de 29% sobre 22/23) e pelas recentes quedas dos preços dos grãos (em parte justificada pela própria falta de armazenagem), que levaram à postergação de alguns pedidos e a uma aceleração das vendas de grãos por falta de espaço para armazenamento, criando a quase inusitada situação de preços no Brasil abaixo da paridade de Chicago, quando o normal seria um prêmio.

O primeiro semestre terminou com um **volume praticamente recorde de procura por novos projetos**, ainda que não concretizados; os produtores não se sentiram seguros o bastante. **Mesmo assim, a companhia divulgou a conclusão de 17 obras estratégicas pelo valor total de R\$ 201 milhões. Isso estará computado nas receitas computadas ao longo dos próximos dois trimestres.**

Nos chama a atenção a demanda represada por estruturas de armazenagem que vem se formando nos últimos meses. Reflexo do altíssimo déficit de armazenagem – nada menos que 126 milhões de toneladas na safra 2022/23 (somente no Centro-Oeste chegou a 83,3 milhões de toneladas). A Kepler inclusive anunciou recentemente a construção de seu oitavo centro de distribuição, em Sorriso (MT), o que ajudará a fidelizar clientes frequentemente preocupados com a garantia de que conseguirão encontrar, em tempo hábil, peças e serviços de reposição para seus silos. Ponto para a KW, a única com presença nacional e atendimento 24/7.



Analisando os relatórios públicos das principais cooperativas brasileiras (Coamo, C. Vale, Frísia, Capal Cooperativa, Copasul, Coasul e outras), fica evidente o interesse e a necessidade em investir em armazenagem – o que já vinha em ritmo acelerado em 2022. A Frísia (cooperativa mais antiga do Paraná, com presença em grãos, carnes e lácteos), por exemplo, recebe em Tocantins um volume de grãos 2,3 vezes superior à sua capacidade estática, de 63 mil toneladas (mesmo com o recente aumento da capacidade em 2022). Já está em estudo a ampliação em mais 42 mil toneladas (não sabemos se será com a KW, a ideia é apenas mostrar que demanda existe). Outro exemplo é a Copasul (de MS), que recebeu grãos em volume 3,0 vezes maior que a capacidade estática de armazenagem – e precisa guardar mais de 6,3 milhões de sacas em armazém de terceiros. Visitamos a unidade da COAMO em Rio Brilhante-MS, com capacidade estática de 60 mil toneladas, inaugurada este ano e já necessitando triplicar, numa região que até então nada existia, mas que atraiu grande produção de grãos (soja e milho safrinha) em seu entorno.

Com o novo PCA, novas linhas de crédito e expectativa de redução dos juros, acreditamos que vários projetos sairão do papel e muitos serão entregues em 2024, que promete ser mais um excelente ano para a KW.

Ainda sobre o PCA: o programa foi duramente criticado na última safra por não conseguir repassar recursos com agilidade para a ponta final (dos R\$ 5 bilhões aprovados, estimam que apenas R\$ 2 bilhões foram disponibilizados). Nesta temporada, os recursos estão concentrados

nas mãos dos bancos estatais (BB, BNDES e Caixa), que vão, juntos, disponibilizar 77% dos recursos. O BNDES, por exemplo, vai liberar R\$ 1,8 bi – contra R\$ 390 milhões no PCA de 22/23. Com esses R\$ 6,6 bi liberados, ou mais que o triplo do PCA 22/23, seria possível ampliar a capacidade instalada em 7 milhões de toneladas (o que, mesmo assim, é muito menos do que o crescimento da produção de grãos brasileira), cerca de 40 milhões de toneladas na safra 22/23.

Quanto aos números, a KW teve receita de R\$ 281 milhões (-22% a/a), impactada que foi pela divisão de fazendas e agroindústria, que entregaram grandes projetos no mesmo período do ano passado. O lado positivo ficou por conta de portos e terminais, com a receita saltando de R\$ 5 milhões para R\$ 28 milhões, e de reposição e serviços (R&S), com receita de R\$ 60 milhões (R\$ 240 milhões, se anualizado), já integrando a Procer (recém-adquirida) pela primeira vez por completo.

Nossa expectativa é de que, a cada ano, essa divisão ganhe representatividade no faturamento consolidado, trazendo maiores previsibilidade e rentabilidade. Nos chamou a atenção que, mesmo com a queda relevante da receita, as margens continuaram em patamares muito saudáveis – o EBITDA ficou com margem de 19%, ajudado por preços do aço que seguiram em patamares bem favoráveis.

Na última linha, o lucro líquido foi 44% menor em relação ao 2T22, totalizando R\$ 33,4 milhões, justamente em razão de menos entregas. Historicamente o primeiro semestre concentra 40% do faturamento, e o segundo os demais 60%, e deveremos ver essa dinâmica neste ano – e com a volta dos pedidos, a tendência é a companhia se beneficiar da alavancagem operacional, melhorando resultados, margens e ROIC (este último em 66% mesmo num trimestre mais fraco). Seguimos confiantes com a tese e, quem sabe, o segundo semestre poderá surpreender com receitas além dos tradicionais 60% do ano. Que o 4T23 será especialmente positivo, não temos dúvida. Resta apenas ver quanto e já prometendo um interessante 1T24, abrindo o ano de forma positiva.

Abaixo comentamos o desempenho dos fundos e fazemos um resumo sobre os resultados da Irani (incluído com o Delphos). Esperamos que o bom humor do mercado recaia sobre nossas companhias e passe a valorizar de forma adequada essas investidas (se nos perguntarem, diremos que estão muito descontadas dos valores justos).

Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

Nos seis primeiros meses do ano, a cada quinzena o mercado de capitais levava um torpedo: não se passava de uma à outra sem que uma notícia negativa (na resenha anterior listamos nove delas) aterrorizasse investidores de coração fraco (ou menos convictos em suas teses). Julho, com as férias escolares e o inverno por aqui (verão no hemisfério norte, com seus recordes consecutivos de calor), trouxe também uma certa calmaria.

O noticiário macroeconômico também aproveitou para tomar um fôlego, em compasso de espera pelo mais do que esperado início do ciclo do corte de juros – que veio, enfim, neste dia 2 de agosto, do tamanho de 0,5 ponto percentual (a questão agora será o ritmo. A ver).

Outros temas também entraram no modo *stand by* em julho – por exemplo, a expectativa quanto ao fim do ciclo de aperto monetário nos EUA. Este não se confirmou: com o mês seguindo em relativa calma para o fim, o Fed elevou seu juro referencial, a *Fed Fund Rate*, em 0,25 ponto percentual. Espera-se que seja a última do atual ciclo de aperto. Outro exemplo: o

anúncio de pacote com novos estímulos para retomada da economia chinesa. Por aqui, temos a nossa reforma tributária – que ainda precisa ficar um pouco mais clara, mas, no que já se pode ver, o setor industrial (muito bem representado aqui no nosso portfólio) será beneficiado. O agronegócio (que também está aqui em peso) vai ter algum alívio também.

Com a retomada do corte de juros tendo começado, o que muda na estratégia da Trígono?

A princípio, nada.

Somos movidos pela análise *bottom-up*: o que nos leva a alterar posições são nossas empresas e seus sólidos fundamentos, e não os humores do mercado. Nossa processo de investimento é rigoroso – e, porque somos adeptos do *buy-and-hold* (lembremos Andrew Carnegie e Mark Twain, que diziam para vigiar a cesta dos ovos), vamos buscar companhias que resistam às variações climáticas – faça chuva ou faça sol.

Alguns setores, é verdade (varejo e construção, por exemplo), tendem a se beneficiar com taxas de juros mais baixas. Mas há muito chão até que os cortes atinjam massa crítica para fazer diferença. Um corte de 0,5% alivia pouco, quase nada, no balanço de empresas altamente alavancadas e que assim permanecerão. A nosso ver, as safras de resultados do segundo e do terceiro trimestres serão muito desafiadoras para o mercado como um todo. Os reflexos dos cortes deverão aparecer apenas no quarto trimestre – e, a depender do ritmo, talvez só a partir de 2024.

Isso quer dizer que estamos pessimistas com a performance das ações? Nem um pouco.

Sabemos que o mercado se movimenta pelo *top-down* e já está olhando lá na frente. Não custa lembrar que em 2022, quando muitas de nossas empresas apresentaram resultados recordes, as ações mal se mexeram e os múltiplos ficaram significativamente amassados. Estamos apenas adotando um tom mais cauteloso quanto a determinadas empresas, que se encontram em situações desafiadoras, e setores que dependem muito de consumo e crédito. O humor do mercado pode mudar – mas isso não significa que os fundamentos das empresas mudem em sincronia (aliás, como já dissemos em outras ocasiões, é muito frequente que essas mudanças de humor não tenham qualquer ligação com os fundamentos).

Na Trígono, o que nos guia são fundamentos e resultados. Mais que isso, aliás: compramos, com a gestão das investidas, o projeto e a estratégia qualitativa que sustentam esses negócios, que em nossa visão farão com que essas empresas estejam muito melhores (e maiores) em dois ou três anos – em até cinco anos em determinados casos, como a Tupy (que trabalha com ciclos mais longos seguindo os projetos das montadoras e a transição energética).

Quanto ao desempenho do mês, o Delphos entregou 1,1% de valorização, contra 2,8% do referencial IDIV. Na comparação anual, nosso fundo teve 12% de ganho contra 12,4% do *benchmark* (diferença mínima de 0,4 ponto percentual). Mas, visto de janelas mais longas, a paisagem é muito mais encantadora: em 36 meses nosso fundo apresenta alta de 151,4%; desde seu início (abril de 2018) a valorização é de 221,7%. O IDIV, nessas mesmas janelas, entregou 34,9% e 81,3%, respectivamente. Nada de muito admirável. O alfa do Delphos (excedente em relação ao *benchmark*) foi de 116,5% e 140,4% nos períodos considerados.

Nos últimos meses, o setor industrial vinha impulsionando o fundo. Em julho, não houve grandes surpresas, positivas ou negativas. Mas houve ganhos, ainda que modestos, com mineração e metalurgia (0,8%) e consumo (0,5%) – neste último caso, liderado por Irani, que inclusive foi a primeira empresa de nosso portfólio a divulgar resultados do 2T23; seu lucro

líquido foi recorde no período, R\$ 229 milhões (ainda que devido ao impacto positivo de R\$ 161 milhões líquidos de crédito tributários de PIS/Cofins sobre a compra das aparas). Os acionistas vão receber 50% desse montante via dividendos. Mas Irani é consumo? Não é papel e celulose como as corretoras a classificam. Absolutamente não é commodities. Não vende papel e celulose, apenas produz. Seu negócio é embalagens e estas estão intimamente ligadas ao consumo.

Apesar de ligeira queda nas receitas (8% em relação ao 2T22), decorrente de reduções de preços e volumes menores (percebemos um cenário competitivo mais acirrado), ficamos satisfeitos com os resultados recorrentes e reconhecemos o esforço da atual gestão em manter a rentabilidade, mesmo renunciando a um pouco de *market share* no curto prazo. A customização de embalagens de acordo com a necessidade dos clientes, além de agregar valor, fideliza os clientes. A Klabin, por exemplo, produz volumes maiores, mas comoditizados. A Irani oferece um produto diferenciado – e os clientes gostam e necessitam.

E não esqueçamos do início da produção da nova caldeira de recuperação, que visa utilizar o licor negro – subproduto do processo produtivo da celulose, de alto poder calorífico – para gerar energia. Este é o grande marco do Projeto Gaia, que vai aumentar em quase 56% a geração própria de energia da Irani, levando-a às portas da autossuficiência. Um processo de redução gradual de custos ao longo dos próximos trimestres está a caminho (com expectativa de atingir operação plena em 2024). De tabela, a capacidade produtiva de celulose *kraft* marrom aumentará 29% – e isso é importante em um momento de preços mais baixos do papel ondulado.

Há um ano e meio em nossa carteira, a Irani tem mostrado qualidade e capacidade de entrega, e tem se comportado como excelente pagadora de dividendos – com um *dividend yield* de 11% nos últimos 12 meses e um programa de recompra em aberto. Atende plenamente os objetivos do Delphos, excelente pagadora de dividendos, e com crescimento, além de *small caps*, tudo “dentro da mesma embalagem”.

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	1,1%	12,0%	23,3%	21,4%	151,4%	200,4%	221,7%
IDIV	2,8%	12,4%	18,7%	18,2%	34,9%	39,7%	81,3%

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

O Flagship 60 teve um bom desempenho em julho: valorização de 2,5% (pouco menos que os 3,1% do SMLL no período). Como nos meses anteriores, o destaque positivo veio da indústria (1,2%), seguido por mineração e metalurgia (0,8%). Só o agronegócio apontou para baixo (e ainda assim, por bem pouco: meros -0,2%). Mesmo com as seis principais posições representando 85% do portfólio, a volatilidade do Flagship 60 nos últimos 12 meses (20,2%) está bem abaixo da vista no SMLL (26,5%). Concentração não é sinônimo de maior risco – e aí está mais uma prova.

Apesar de estar quase 10% atrás do SMLL no ano (vide tabela abaixo), o Flagship segue muito bem. Parte desse descolamento no curto prazo se deu por conta da performance acumulada nos últimos meses, provisionada e paga – o SMLL foi o referencial que mais sofreu na bolsa nos últimos 2 anos, chegando a cair 40% em relação ao seu topo, em junho de 2021). Em 12 meses estamos empatados com o *benchmark* e, se analisarmos a janela de 24 meses, o Flagship 60 entregou alfa de 23,5% – alta de 2,7% –, contra expressiva queda de 20,8% do referencial.

Com a safra de resultados se iniciando, estamos curiosos para ver como se comportará o SMLL, concentrado como é em construção (14%), varejo, consumo e comércio (12%), setores que, como dissemos mais acima, ainda terão um caminho acidentado pela frente, até que a Selic menor comece a se refletir nos resultados. Por outro lado, seguimos concentrados na indústria, no agronegócio e na mineração e metalurgia, setores que, juntos, somam “apenas” 20% do SMLL, mas com nomes que se diferem das escolhidas da Trígon.

Na tabela abaixo, vê-se nosso longo histórico de entrega de resultados e alfa nesses mais de 5 anos de Flagship:

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	2,5%	6,8%	17,7%	2,8%	93,6%	145,0%	256,5%
SMLL	3,1%	16,8%	17,5%	-20,8%	-4,8%	2,6%	33,9%

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	2,5%	7,3%	18,2%	2,7%	95,6%	139,7%	248,8%
SMLL	3,1%	16,8%	17,5%	-20,8%	-4,8%	2,6%	33,9%

Trígon Verbier FIC FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

Julho representou o quarto mês consecutivo em alta do Verbier. A valorização foi modesta: 1,4% (ante 3,3% do Ibovespa), mas o fundo continua bem na foto – no acumulado do ano, são 9,8% de alta. Apesar de estar ligeiramente atrás do IBOV até o momento, desde que passou de clube para fundo, o Verbier venceu o referencial em todos os anos – o alfa desde que virou fundo (em julho de 2018) é de 163%. Esperamos manter essa marca no fim do ano.

A indústria (na qual o Verbier é mais focado, com Schulz, Tupy e Metal Leve) foi o setor que mais contribuiu para o resultado (1,1%), seguido de mineração e metalurgia (0,7%). Na contramão vai o setor químico (-0,3%). A volatilidade anual está em 19,5% (contra 21,1% do IBOV).

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	1,4%	9,8%	21,1%	7,3%	115,8%	131,2%	219,1%
IBOVESPA	3,3%	11,1%	18,2%	0,1%	18,5%	19,8%	56,1%

Trígon 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Para o 70 Prev, o ano vem sendo excelente até aqui, com alta de 14% vs. 7,6% do CDI (equivalente a 184% do CDI no período). Comparado ao IBOV (que acumula 11,1% no ano), o desempenho é bem favorável, uma vez que 70% do fundo está alocado em renda variável e 30%, em renda fixa. Essa alocação (70/30) nos permite fazer ajustes constantes na carteira, realizando lucro nas ações com maior alta e comprando as que caem – e sem praticar o *market timing*. Para quem gosta de um joguinho de azar, é um prato cheio.

Importante mencionar que os 70% alocados em renda variável estão em oito empresas. A composição do portfólio do 70 Prev reafirma o nosso logo – “Além do óbvio” – porque são *small caps* de altíssima qualidade e, como sabemos, essa classe de ativos não é bem explorada

pela indústria de fundos previdenciários. São, assim, uma diversificação de grande vantagem em relação ao IBOV, concentrados que são em Vale, Petrobras e setor financeiro.

Nos últimos 12 meses o 70 Prev entregou nada menos que 21,9% de retorno (ou 161% do CDI do período). Desde seu início (set/2019), o retorno absoluto foi de 96,2% – ou 300% do CDI (o triplo, mesmo em ambiente desafiador e remando contra as ondas dos juros altos). Na tabela abaixo podemos ver que nosso fundo supera seu *benchmark* em praticamente todas as janelas (perdendo por pouco apenas na de 24 meses – o que logo será revertido).

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	1,3%	14,0%	21,9%	23,1%	72,2%	96,2%
CDI	1,1%	7,6%	13,6%	24,3%	27,3%	32,0%

Trígono Icatu 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

Aniversariante do mês (três anos completados em julho), o Icatu 100 tem sido um dos grandes destaques do ano até aqui: alta de 17,2% – com alfa de 6,1% no ano. Nada mal. O fundo difere do 70 Prev por estar 100% alocado em renda variável (ações) e ter limites regulatórios diferentes, além de prazo de resgate bem mais longo.

As oito principais posições representam 90% do portfólio, sendo que a volatilidade anual (22,4%) é muito próxima à do IBOV (21,1%). Hoje, 35% do Icatu 100 estão em *micro caps*, 53% em *small caps* e 12% em *mid caps*. Essa composição o deixa com baixíssima sobreposição com o Ibovespa e mesmo com o SMALL – ou seja, é uma excelente alternativa para diversificação, especialmente no longo prazo, contando com os atributos das *small caps*, ainda mais importantes no longo prazo. Crescimento é o principal e, para fundos de previdência, é a fome unida à vontade de comer.



No mês, a valorização foi de 2,8%, contra 3,3% do IBOV. As contribuições positivas vieram de consumo (1,1%), seguido de mineração e metalurgia (1%). Pelo lado negativo, veio apenas o agronegócio (-0,1%). No terceiro aniversário do Icatu 100, ficamos satisfeitos em mostrar uma valorização de 104,9% desde sua criação, o que significa 83,5% de alfa em um período relativamente curto, principalmente por ser um fundo previdenciário. No triênio, então, nada menos que dobramos o capital de nossos investidores (25,7% ao ano, ou 98,6% na data cravada de 3 anos). Algum fundo de previdência exibe algo parecido? Fica aí o desafio.

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	2,8%	17,2%	24,3%	15,2%	98,6%	104,9%
IBOVESPA	3,3%	11,1%	18,2%	0,1%	18,5%	21,4%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

Seguindo em sua recuperação, o Trígono Power Yield foi o campeão de julho: ganho de 8,3%, contra queda de 0,3% do IEE. Recuperou um alfa de 9,2% em um único mês. Ainda que bem atrás na comparação anual (-8,1% contra 14,7% do referencial), o fundo voltou a gerar alfa, se o considerarmos desde seu início (fev/2021), com um retorno acumulado de 14,8%, contra os 9,6% do IEE no mesmo período. Acreditamos que esse retorno está aquém do que podemos entregar – e mais ainda, se considerarmos o valor por trás das empresas investidas. Tempo e paciência são os melhores remédios para as distorções do mercado.

O bom desempenho mensal foi puxado basicamente por óleo e gás (3,4%) e agronegócio (3,0%), justo os setores que comprometeram a rentabilidade ao longo do primeiro semestre. Para dar nome aos bois, citamos PetroRecôncavo e Jalles, empresas apenas figurantes em seus segmentos (o mercado gosta é de Petrobras, Petrólio e Raízen), mas que têm desempenhos operacionais melhores que as “gigantes”, tocadas por times de gestão de altíssimo nível, *best in class*.

Fundo	jul-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	8,3%	-8,1%	2,2%	-8,8%	14,8%
IEE	-0,9%	14,7%	11,1%	15,5%	9,6%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Focado 100% em *Micro Caps* (empresas com valor de mercado inferior a R\$ 3 bilhões), nosso “pequeno notável” (lançado em setembro de 2021) segue se destacando e está muito próximo de passar para o terreno positivo desde seu início. Não custa lembrar, o Horizon foi lançado em uma janela muito desafiadora para empresas de menor capitalização e liquidez, em que a visão *top-down* imperava, levando o mercado a migrar para empresas mais líquidas e para a segura renda fixa. Com apetite para maior risco (risco, leia-se aqui como renda variável, apenas: em termos de fundamentos, as empresas que compõem nosso fundo são tão sólidas ou até mais que as mais célebres), o mercado voltou a olhar para o real valor dessas companhias.

Com retorno de 4,2% em julho (alfa de 1,1% em relação ao SMLL), o Horizon passou a acumular 27,1% de retorno nos últimos 12 meses (quase 10% de alfa sobre o SMLL e 9% sobre o IBOV). Vê-se agora o tamanho da oportunidade que se tinha no mercado até poucos meses atrás! Nunca é demais reforçar: os melhores retornos vêm nos momentos de maiores incertezas e nas empresas mais ignoradas pelos investidores institucionais. Com menos de dois anos de lançamento, o Horizon já acumula 17% de alfa.



Impulsionado por agronegócio (2,1%) e consumo (1,2%), o Horizon está a 0,5 ponto percentual de voltar a romper a cota 1 novamente. Sem perder a característica da Trígonos de se concentrar nas principais teses, hoje o fundo está totalmente alocado em oito excelentes *micro caps* – e alerta de *spoiler*: uma nova investida vem aí (o nome, claro, está guardado a sete chaves por ora).

Engana-se quem acha o Horizon volátil. Pelo contrário: trata-se do fundo de menor volatilidade dentre os nossos de 100% em renda variável, com 18% – ante 26,5% do SMLL. Mais uma evidência de que a “máxima” de que empresas menores necessariamente são mais arriscadas e mais voláteis é apenas mito (ou mostra que quem a defende não sabe muito bem do que está falando). A questão não é tamanho, é qualidade.

Fundo	jul-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	4,2%	17,6%	27,1%	-0,5%
SMLL	3,1%	16,8%	17,5%	-17,5%

Encerrado o mês que abre o segundo semestre, vamos fazendo nosso dever de casa e esperamos chegar ao final do ano com bons motivos para celebrar novamente. Mas nada disso seria possível sem vocês, nossos fiéis investidores, que confiaram a nós vossos suados recursos. Sabemos como é difícil poupar neste país, especialmente para famílias com filhos em escolas ou universidades privadas – o que, na verdade, não deixa de ser um excelente investimento. Esperamos ajudá-los não só a continuar a investir em seus filhos como a complementar aposentadorias e a realizar muitos outros sonhos ainda.

Sem vocês, caros, caríssimos investidores, não haveria Trígonos, nossos fundos, equipe e 24 profissionais apaixonados pelo que fazem. Ir (muito) além do óbvio por vocês é o que motiva nosso maravilhoso time.

Muito obrigado,

Werner Roger – gestor, e equipe de analistas Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer



www.trigonocapital.com

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110