

Edição N.º27

RESENHA MENSAL

DEZEMBRO | 2021

Trigono
CAPITAL

Razão ou coração: qual devemos seguir?

Prezados investidores e leitores,

O ano se aproxima do fim e chegamos à beira do começo de 2022 com no mínimo tantas dúvidas quanto tínhamos à beira de 2021.

Nós, gestores de investimentos, decidimos tomando como princípio as decisões coletivas daqueles que já investem conosco (ou dos que podem vir a fazê-lo). São estes, os investidores, que decidem vender ou comprar. Diariamente, chegam a nós os resultados das decisões de atuais e novos investidores tomadas 30 ou 60 dias antes, além daquelas que recebemos dos aportes diários.

Como não praticamos *market timing* – nome em inglês que pode sugerir algo sofisticado, mas que nada mais é que adivinhação de mercado, tão eficiente quanto ler folhas de chá ou borras de café no fundo da xícara. Simplesmente compramos e vendemos diariamente o que nossos estimados investidores, assessores, consultores ou comitês de investimentos de terceiros decidiram. Não será demais frisar: nosso papel é tão somente comprar ou vender ações de empresas que julgamos mais convenientes para fazer frente aos resgates ou novos aportes, e reinvestir dividendos – ou usá-los para fazer frente aos resgates que porventura aconteçam. Também reforçamos posições existente e investimos em novas oportunidades, que continuamente surgem.

Dito tudo isso, enumeremos algumas dúvidas pairando no ar:

- I) a inflação e taxas de juros irão subir ou cair no Brasil?
- II) E nos EUA – quando o FED (o BC dos EUA) começará elevar os juros? Até onde e em que ritmo?
- III) Quais surpresas ou impactos (econômicos e sanitários) a covid-19 ainda poderá trazer ao Brasil e ao resto do mundo?
- IV) Qual será o resultado das eleições gerais no Brasil em 2022? Que reflexos o período pré-eleitoral terá na economia?
- V) Em que estado a economia brasileira chegará a 2023?
- VI) Qual será o desfecho das ameaças russas à Ucrânia?

E essas mal dão início à lista. O que será do câmbio? E do PIB? Preço do petróleo? Do minério de ferro? Mas nos adiantamos aqui. Gravar premissas na pedra neste momento seria nos condenarmos a uma série de equívocos.

Voltando à pergunta sugerida que dá título a esta Resenha (e como já escrevemos muitas vezes), investimentos seguem muito mais decisões de natureza comportamental do que racional. Levados por incontáveis fontes de informações a ver o ambiente econômico como favorável, somos levados a ficar valentes. A investir mais em instrumentos ou ativos que oferecem retornos maiores, mas carregam maior risco. Invertendo o polo, más notícias ou ambiente desfavorável nos acovardam: é quando buscamos proteção e nos contentamos até com pequenas perdas em relação a inflação, a fim de evitar perdas maiores. Nem as decisões mais pessoais (ou talvez principalmente essas) que movimentem volumes consideráveis de dinheiro – como comprar um imóvel, um veículo, casar-se, ter filhos ou até trocar de emprego – ficam de fora. São reconsideradas, ou mesmo postergadas, em situações econômica e financeiramente adversas. Se fosse pelo pensamento dos grandes investidores, qualquer risco valeria a pena ser corrido, à revelia de qualquer contexto. Compre na baixa e venda na alta. Arrisque na incerteza e bata em retirada ao rufar dos tambores da vitória. Mas na alta, acreditamos que ganharemos ainda mais – levados por notícias positivas (desconsideradas de seu contexto, diga-se); na baixa, acreditamos que tudo ficará pior, pois é isso que ouvimos falar. Trata-se de puro lugar comum: faz aquele, que segue esse modo de ver as coisas, pensar que tem a fórmula exata para antever o momento em que o transatlântico fará a curva. Não há uma única linha de razão nisso. É pura adivinhação. Somos obviamente influenciados pelos pensamentos alheios; é o coração que predomina nas tomadas de decisões. Adivinhar parece resolver problemas imediatamente (quando as coisas dão errado, é claro que essa impressão muda). Isso, claro, é prevalente (mas não exclusividade) no curto prazo.

Para o investidor que poupa para o longo prazo, ou não tem compromisso financeiro próximo e que depende do recurso aplicado em renda variável, tenho duas perguntas:

1) Por que está vendendo?

Creio que 95% das respostas seriam variações dos temas: “Temo que o mercado irá cair, vou pôr o lucro no bolso”, ou “Irei voltar ao mercado quando as coisas estiverem melhor”.

2) Por que está investindo mais?

Aqui também parece o samba de uma nota só: *“Porque agora vai”, “Senti firmeza”, “Já está subindo”, “Os juros estão caindo e vou perder a oportunidade do mercado em alta”, “Está todo mundo dizendo que o mercado vai subir”* – ou, uma das melhores (com aquele twist de inglês que parece dar ares de verdade a tudo): *“Agora entramos no bull market”*.

Tais decisões são amparadas na crença de que agimos com a razão, depois de muito raciocínio e análise. Será? Não seremos simplesmente influenciados por terceiros? Ou seríamos mais espertos que o mercado? A meu ver? Sim e não, respectivamente.

Como nossos leitores já sabem, tenho um fraco por filosofia. O escolhido para ilustrar nosso texto desta vez será o francês René Descartes (1596-1650), para ajudar nossos leitores/investidores a tomarem decisões.

Escolhemos Descartes (toda vez que alguém diz que algo precisa ou não pode, ser determinado cartesianamente, é a ele que se refere) porque ele entendeu que há uma separação, uma clivagem mesmo, entre razão e coração/emoção. Também é conhecido pelo “plano cartesiano”, um instrumento matemático, no qual amalgamou a álgebra e a geometria e fundou nada menos que um dos ramos fundamentais da matemática moderna: geometria analítica (toda vez que você olhar um gráfico, algo

de Descartes está ali). Também foi físico, numa época em que a física, tal como a conhecemos, estava nascendo. Ninguém hoje constrói pontes, ou foguetes ou tomógrafos com física cartesiana – mas entrar em contato com seus avanços é extremamente interessante.

Como se não bastasse, é um dos nomes mais importantes da filosofia universal. Foi educado (foi um dos primeiros alunos, na verdade) no Colégio de La Flèche (ou, por seu nome formal, o Collège Royal Henry-Le-Grand), uma instituição dos jesuítas. Formou-se em direito em 1616, aos 22 anos, mas jamais seguiu a profissão; sua capacidade intelectual seria voltada para a matemática. Aos 33, já tinha escrito *“O Tratado do Mundo”*, cujo tema era o heliocentrismo – a teoria, elaborada por Nicolau Copérnico, de que o centro do universo era o Sol, e não a Terra (proposta por Ptolomeu, cerca de 2 mil anos antes). Mas Descartes sabia do que passou Galileu Galilei, que defendia o mesmo sistema. A prudência prevaleceu e o livro não foi publicado.

Em 1637 e 1641, ele publicou o *“Discurso do Método”* e *“Meditações Sobre a Filosofia Primeira”*, duas obras fundamentais para o pensamento universal em qualquer tempo. Descartes transitou nas altas cortes, inclusive recebendo do rei Luís 13 uma pensão. Na corte francesa, conheceu a rainha da Suécia, Cristina, que o convidou para ser seu conselheiro. Na Suécia, vítima do frio intenso, morreu em 1650, de pneumonia.

Descartes, como Platão, entendia que alma e corpo eram duas substâncias diferentes, mutuamente dependentes. Dessa ideia seminal, viria uma frase que seria repetida em inúmeras ocasiões: *“Penso, logo existo”*. A ideia dele era mostrar a independência da substância pensante da substância material, consistentemente com sua filosofia. O *“penso, logo existo”*, no entanto, é uma tradução ligeiramente diferente do original francês (*“Je suis, j’existe”*, algo como *“Eu sou, eu existo”* – que é mais próxima da formulação original, em latim: *“Ego sum, ego existo”*). Mas esta já é uma questão para os especialistas.

O caso é que, dessa ideia central, relacionando pensar, existir e a separação entre ambos, surgiu um livro essencial não só para a filosofia, mas para nossa formação mais ampla. Faz bem conhecer Descartes. A seguir, fiz uma seleção de frases do pensador francês que, tenho certeza, se aplicam a nossos investimentos e decisões a respeito:

- ***“Daria tudo que sei pela metade do que ignoro.”***
- ***“Não existem métodos fáceis para resolver problemas complexos.”***
- ***“Tudo que é complexo pode ser dividido em partes simples.”***
- ***“Não há nada no mundo que esteja mais bem repartido do que a razão: todos estão convencidos de que a tem de sobra.”***
- ***“Quase nunca me fio nos primeiros pensamentos que me vêm à mente.”***
- ***“Muitas vezes as coisas que me pareceram verdadeiras quando comecei a concebê-las tornaram-se falsas quando quis colocá-las sobre o papel.”***
- ***“Para saber o que as pessoas realmente pensam, preste atenção no que elas fazem, em vez de no que elas dizem.”***
- ***“Deve-se ter em mente que muitas crenças são baseadas em preconceitos e tradições.”***
- ***“Nossas crenças são baseadas em nossos hábitos, mais do que em qualquer outro conhecimento.”***
- ***“Eu cometi todos os erros que poderiam ser cometidos, e, no entanto, nunca parei de tentar”.***
- ***“Um otimista pode ver a luz onde não há, mas por que o pessimista sempre corre para apagá-la?”***
- ***“Ninguém pode conceber tão bem uma coisa e fazê-la sua, quando a aprende de um outro, em vez de a inventar ele próprio.”***

Tendo em mente agora as frases deste grande pensador, que nos acompanhou nesta Resenha, o leitor tem em mãos alguns recursos que certamente o levarão a refletir mais e evitar decisões precipitadas – e, mais que isso, baseadas apenas em opiniões alheias. Errar faz parte, mas melhor é errar tendo efetivamente pensado antes de decidir do que tendo deixado outros pensarem por nós.

A seguir, apresentamos as conjunturas econômicas, o desempenho dos fundos e encerramos com o racional das principais posições investidas, com sumário dos dados financeiros das empresas. Nosso horizonte de investimento é de três anos, intervalo de tempo suficiente para corrigir oscilações de mercado, e para que os fundamentos das empresas, investimentos em curso e outros fatores determinem a melhor precificação das ações. O racional dos investimentos segue nossa análise independente, o contato próximo com as empresas e os 39 anos de atuação no mercado. Tiramos desse longo período, e dos diferentes momentos vividos dentro dos diversos setores, valiosas lições. Já ouvimos muitas lamentações e celebrações. Tal como a vida, assim é o mundo do mercado financeiro. Afinal somos todos humanos e o mercado financeiro nada mais é do que um espelho do comportamento humano – que mais ouve o coração do que a razão.

Conjuntura Internacional

De forma consciente, porém relativamente inesperada, o FED tem mudado seu discurso: agora, diz a autoridade monetária dos EUA, a inflação não é mais passageira – do tipo em que os níveis de preços retornam integralmente a patamares anteriores após um choque, de oferta e/ou demanda. O que parece é que parte do choque inflacionário é de fato passageira, mas uma parte relevante da variação dos preços não desaparecerá após a normalização das cadeias produtivas. Tomem como exemplo o índice global de fretes: uma alta exagerada e um pouco gradativo, mas não aos níveis de preço anteriores. A pandemia causou um descolamento em relação ao cenário pré-covid, e não deve haver uma volta ao que era antes.

Assim, o FED vem trabalhando para diminuir os estímulos mais rapidamente, acelerando a agenda do *tapering* (injeção de recursos na economia). Isso tem feito, como previsto, ativos que mais se beneficiaram da alta liquidez proporcionada por BCs sofrerem um grande impacto – entre eles, ações de tecnologia e criptomoedas. Num primeiro momento, o impacto pode ser rápido, já que, com um mercado bull (em alta) em níveis recordes, diversos players podem estar sobre alavancados. Vimos a Nasdaq cair rapidamente durante o fim de novembro e chegando a dezembro arrastando essa queda. Esse cenário pode fortalecer o dólar, com menor oferta da moeda no mercado e possível alta de juros no ano que vem.

O mercado americano já precifica três altas de juros pelo FED em 2022, de forma que a manutenção desse patamar de juro real americano bastante negativo, parece cada vez mais insustentável. Nós, na Trígono, vemos que a alta do dólar, além de esperada, favorece muitas posições em empresas investidas que se beneficiam desta condição. Além, claro, de ser uma estratégia defensiva contra incertezas de natureza política e fiscal no Brasil – e as eleições estão a caminho, o que poderá intensificar a volatilidade cambial.

Voltando ao acompanhamento rotineiro da situação das *commodities*: na parte energética, a Opep, com seus aumentos sucessivos de produção acima do combinado pelo cartel, pressiona o Brent junto com a nova variante ômicron. Isso tem impulsionado o etanol, causando, ainda em novembro, queda de 9% após o pico de R\$ 3,89 para o etanol hidratado na primeira semana do mês (no caso do açúcar, o preço sofreu pouco impacto e se mantém firme no mercado internacional).

Apesar desse fenômeno, boa parte dos analistas internacionais veem o petróleo embicado para cima – dizem que o aumento de produção da Opep pode estar chegando perto do limite “razoável”, comprometendo a oferta, principalmente caso o acordo nuclear com o Irã não chegue a um bom termo. Na Trígono, concordamos com essa visão. Mas, devido a questões de ESG, a produção das empresas que atuam fora de Oriente Médio e Rússia deverá crescer abaixo da demanda; no longo prazo, isso se traduzirá

em aumento de preços. Oferta e demanda.

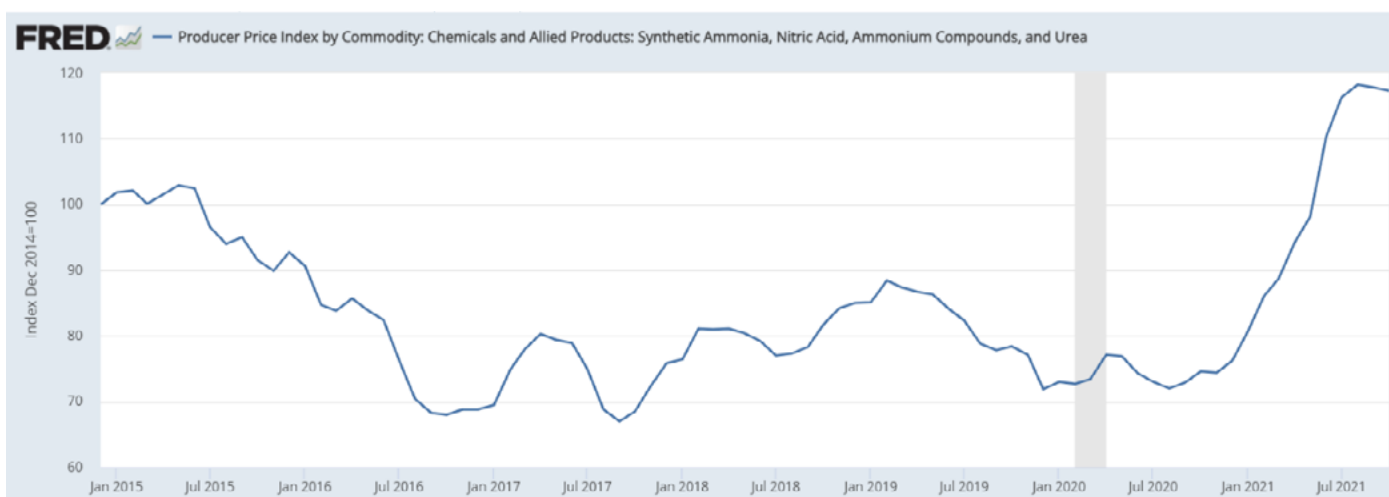
Na Europa, a situação do gás natural permanece dramática: disputas jurídicas entre Rússia e Alemanha mantêm o preço do insumo longe dos patamares minimamente razoáveis. Plantas eletrointensivas param por causa disso. No Reino Unido, o preço do gás mais que quintuplicou, com aumentos dramáticos no custo de calefação e energia elétrica. Tudo isso com o inverno à porta.

Na China, o governo tem interferido novamente no setor de carvão, tanto na oferta quanto na demanda, de forma a regular o preço em bandas que considere satisfatórias. O limite superior informal de preços que vigorou por anos era de 600 yuan/tonelada de carvão térmico. O governo cedeu e agora o teto é de 850 yuan/tonelada – o benchmark é de 700 yuan/tonelada, podendo variar 150 yuan para cima ou para baixo sem interferência governamental. Preços de contratos de longo prazo para usinas térmicas já estão sendo fechados perto desse limite superior, embutindo na energia chinesa uma pressão inflacionária.

A aproximação dos Jogos Olímpicos de inverno também é importante na diminuição da atividade metalúrgica chinesa a fim de diminuir a poluição; junto com o aumento de custos, pode dar uma forte pressão nos preços da China no setor – totalmente deslocados do resto do mundo. Atualmente, aço, carbono, inox e ferroligas na China estão com preços muito inferiores aos de outros países, mas não estão disponíveis para compra por outros *players* internacionais, até por efeito da taxa das exportações. Por exemplo, para o FeSi75%, o imposto é de 25%, e de 40% para o FeCr. As interferências do governo fizeram, inclusive, com que o país em 2020, passasse a ser importador líquido de aço, pela primeira vez em mais de uma década.

Nos semicondutores, a situação vem se normalizando, com o preço já tendo atingido o pico e passando a cair lentamente. Sinaliza uma produção de veículos leves melhor no ano que vem. Os problemas na cadeia de fertilizantes e defensivos têm tido mais atenção da mídia, com a paridade de preços soja/insumos cada vez mais distorcida. É possível que essa alta de preços associada à escassez de insumos agrícolas pressione para cima os preços das commodities alimentícias – mais uma fonte de inflação global.

O gráfico a seguir ilustra a evolução dos preços de insumos químicos para a agricultura, índice recorde nos últimos seis anos:



Fonte: St Louis FED

Nas bolsas globais, a constante interferência do governo de Xi Jinping na economia e na livre competição tem causado uma real fuga de capitais da bolsa local. Ações do Alibaba, das mais importantes no mercado chinês, despencaram mais de 60% em relação ao valor de outubro do ano passado. Essa interferência maior do governo chinês pode ter vindo para ficar, já que há décadas nenhum líder chinês tinha tanto poder nas mãos quanto Xi. Essa fuga traz oportunidades para o Brasil, que poderá aproveitar a mudança de alocação de grandes portfólios globais e aumentar seu peso nos índices regionais e em mercados emergentes.

Sobre a Covid-19, a variante ômicron traz mais preocupações de disfunção nas cadeias globais, principalmente por conta da política chinesa de zero tolerância ao vírus – com *lockdowns* localizados para conter a disseminação do coronavírus. Em portos e terminais logísticos isso tem prejudicado muito o escoamento de produtos, e a retenção de containers encarece ainda mais os custos logísticos, com atrasos na movimentação de cargas.

Ainda não se sabe muito sobre a nova variante, exceto que ela já se mostrou mais transmissível que a variante delta – que já era mais transmissível que a variante anterior, alfa. Apesar disso, tendo sido detectada pela primeira vez em 9 de novembro, até o momento de produção deste texto não havia óbitos relacionados à ômicron. Os sintomas, muito parecidos com os das variantes anteriores (dores de cabeça e pelo corpo, cansaço extremo), são, no entanto, mais leves, e alguns não se manifestaram (como perda de olfato e dificuldades respiratórias graves). Mesmo as vacinas atualmente disponíveis aparentam manter a eficácia. É preciso, claro, ficar atento às pesquisas, mas o alarde inicial parece não ser justificado.

Conjuntura Local

A aprovação, com grande maioria no Senado, da PEC dos precatórios impactou de forma positiva os mercados brasileiros. Mas, ainda que bem maior do que o inicialmente proposto, tal impacto foi menor que o inicialmente precificado pelos juros, com uma queda significativa na curva longa. A curva de juros brasileira já precifica a queda da inflação e consequente redução de juros no médio/longo prazo após o ciclo de alta inicial. Eis aí a tão falada inversão da curva – sinal recessivo para a economia. O Tesouro Nacional, não se deixe aqui de mencionar, projeta queda constante na relação dívida/PIB a partir de 2022, e os últimos dados da dívida mostram novamente uma evolução inesperada nesse indicador. Vê-se que, de fato, o cenário inflacionário tem causado um impacto mais positivo que o estimado para as contas públicas, tendo o aumento da arrecadação sido bem maior do que os gastos recorrentes.

Já o Banco Central, trabalha com juros reais de 3% sobre a inflação, com meta de 3,5% para 2022 e 3,25% para 2023. Concretizado o centro da meta, teríamos SELIC em 6,25% para 2023 – ou seja, 1,5 ponto percentual abaixo dos 7,75% de novembro.

Ainda sobre a inflação e suas pressões, é importante pontuar que os reservatórios estão numa situação melhor que a do ano passado, por conta da condução responsável do despacho das usinas térmicas, que têm trabalhado mais de forma a reduzir a pressão sobre os reservatórios (apesar do custo maior para todos os consumidores). Dessa forma, com a queda provável do preço dos combustíveis e da energia elétrica (devido à futura mudança da bandeira tarifária), além da gradual normalização da cadeia produtiva global (com a queda de preços de fretes, aço, chips etc.), o cenário inflacionário brasileiro, após o pico atingido, deve normalizar.

O IGP-M, por exemplo, após cair 0,64% em setembro e subir percentual idêntico em outubro, subiu apenas 0,02% em novembro. O resultado líquido é uma variação praticamente nula nos últimos três meses. Isso indica uma acomodação nos preços do atacado – justamente os mais impactados.

Assim, definido o episódio com a PEC dos precatórios (na verdade, surgiu agora a questão da promulgação fatiada. A ver) e com o cenário de contas públicas dado, além das surpresas positivas por parte da evolução da dívida, o quadro para a frenagem gradual dos aumentos bruscos de juros parece ser favorável – o que é bom, visto que o Brasil já é o país com maior juro real projetado do mundo atualmente. O alto desemprego nacional também deve ser levado em conta, já que, com a aprovação da independência do Banco Central, sua responsabilidade foi estendida além da clássica – perseguir metas inflacionárias.

Com a divulgação do último dado do PIB, o Brasil entra em recessão técnica. É importante olhar para o cenário de alguns setores à luz desse dado. A indústria – a automobilística em particular, uma das mais importantes do país – vem sofrendo com falta de insumos. Disso resultou uma demanda não atendida, com filas para compra de veículos que chegam a seis meses, e locadoras deixam de vender e comprar veículos. O que se observa, olhando para o setor automotivo, não é um país em recessão devido à economia desaquecida, mas sim, desabastecida.

Outro choque foi a redução do PIB do agronegócio em 9%. Falta de demanda? Não – pelo contrário. Falta de apetite para produzir? Também não. Houve, isso sim, uma combinação infeliz de fatores climáticos adversos: estiagem, geadas e incêndios involuntários que atingiram canaviais, com forte impacto na produção de milho – perderam-se 17 milhões de toneladas, ou 16% sobre a safra 20/21, e a produção de cana-de-açúcar na região Centro Sul caiu 13,6%. O etanol de açúcar sentiu o golpe.

Porém, para grandes indústrias, que conseguem contratos diferenciados tanto no frete quanto no acesso a mercados globais, os insumos estão garantidos. Dado o cenário de dólar e problemas na produção chinesa, o mercado internacional se abriu como não se via há muito tempo para a indústria nacional. Porém, muito dessa capacidade está tomada para abastecer o mercado interno, de modo que investir no aumento de capacidade se faz necessário. O cenário de juros nacional não ajuda, mas a própria geração de caixa dessas empresas garante um CAPEX contínuo e a melhora na receita e lucratividade dessas empresas.

Observa-se um cenário de M&A aquecido na indústria, com as maiores adquirindo as menores que enfrentam dificuldade de financiar o capital de giro, ou para ter acesso a insumos escassos. Esse cenário de consolidação deve continuar nos próximos anos, aumentando eficiência e produtividade da indústria nacional. Os investimentos na infraestrutura brasileira e a demanda do agronegócio, óleo e gás, menos correlacionados com o resto da economia nacional, deve continuar demandando expansão das indústrias de bens de capital, além da demanda internacional, com destaque para investimentos nos setores de saneamento, energia e ferroviário, que demandarão grande quantidade de máquinas e equipamentos. Também os setores florestal e de mineração estão atraindo investimentos, devido aos preços no mercado internacional, à taxa de câmbio favorável e à demanda crescente, especialmente de mercados asiáticos.

No setor de serviços, a ampla mão de obra disponível permite recuperação relativamente rápida, caso os outros setores privados mostrem força. Novamente, crédito e juros não ajudam – muitas empresas, principalmente as menores, já estão muito endividadas. A distorção tributária demanda uma reforma, para que o setor se consolide, tal como ocorre com a indústria, e aumente sua produtividade. Aliás, o setor de serviços é um dos maiores responsáveis pela inflação, dados os efeitos da pandemia nas pequenas e microempresas, em grande parte engajadas em serviços das mais variada natureza.

No agronegócio, uma certa consolidação também deve acontecer. A dificuldade para comprar insumos e máquinas torna pequenos agricultores menos competitivos, o que favorece a aquisição de terras pelos grandes produtores. Ademais, estes serão menos impactados pela perda de produtividade, pois conseguem insumos, mesmo a preços elevados; já o pequeno, sem consegui-los em volume e época necessários, veem suas lavouras ficar à mercê de ataques de pragas e doenças – além do estresse hídrico, em caso de nova estiagem na safra 21/22.

A soma disso tudo é: importa diferenciar dados macro de dinâmicas internas de cada setor. As empresas listadas, pelo porte financeiro e operacional, ganham mercado num fenômeno contínuo desde o começo da pandemia, chamado de desigualdade corporativa. Isso explica, em parte, a constante melhora nos fundamentos das empresas investidas dos nossos fundos, apesar de dados macro, que muitas vezes não apontam melhora de forma generalizada.

Vejamos o setor automobilístico, bastante castigado pelos problemas na cadeia de produção. Novembro fechou com a maior produção mensal de veículos do ano: 206 mil unidades (15,1% mais que outubro). No ano, acumula 2,038 milhões de unidades produzidas (232 mil a mais que em 2020). Estima-se que cerca de 300 mil veículos tiveram a montagem comprometida pela falta de semicondutores – mas uma parte considerável encontra-se nos pátios das montadoras semiprontos.

No segmento de caminhões, cenário positivo: o número de unidades produzidas cresceu 25,3% sobre o ano passado e 82% no acumulado do ano. Foi o melhor desempenho desde 2013. Inclusive, as 14.380 unidades produzidas em novembro, foram 9% a mais que a média mensal de janeiro a outubro. Mostra que a produção se acelerou. No segmento de pesados, o crescimento foi ainda maior: 29,3% mensal e 86,5% anual. Para 2022, espera-se novo crescimento contando com a demanda não atendida e crescente, a recuperação da produção, e o movimento de pré-compra – em 2023, lembremos, o Brasil implementará as normas ambientais equivalentes ao Euro 6 para veículos com motorização diesel, após 10 anos sob as normas do Euro 5. Desta forma, haverá aumentos nos preços dos veículos e as empresas querem se antecipar nas compras. Para a Trígono, este setor – que inclui máquinas agrícolas, implementos rodoviários (reboques), e máquinas fora de estrada de largo emprego, especialmente em infraestrutura e mineração – é muito importante nas alocações das carteiras.

O dólar apresentou volatilidade moderada em novembro, mas fechou o mês no mesmo patamar em que o abriu. É importante observar a condução do tapering e o fortalecimento do dólar, que pode ser neutralizado pelos fatores deflacionários já explicados. A questão da arbitragem do carregamento não causa tanta preocupação, uma vez que o juro brasileiro já é muito elevado. Mais importante é a dinâmica da política econômica nacional para balizar os cenários fiscal e monetário. A corrida eleitoral poderá influenciar o comportamento do câmbio ao sabor das pesquisas eleitorais, sendo os candidatos de perfil à esquerda os que mais preocupam investidores estrangeiros. Mas a corrida mal começou: o que temos visto é um aquecimento, sem sequer ainda ter ideia de chapas, candidatos, composições etc. Mas o câmbio funciona na Trígono como proteção pelo fato de grande parte das empresas investidas se beneficiarem de um real mais desvalorizado. A liquidez é sempre inconveniente para todos – exceto os especuladores.

Os investidores estrangeiros entraram com mais de R\$ 1,5 bilhão em novembro no mercado secundário, elevando o saldo positivo no ano para R\$ 56,2 bilhões – na contramão dos investidores locais, que correm para o abrigo da renda fixa (de olho nos juros). A nosso ver, o ganho é mínimo na renda fixa, abaixo da inflação. Quando a tendência de elevação dos juros se reverter, poderemos ver uma nova corrida para a renda variável – mas aí, os preços poderão estar muito acima. O famoso *market timing* acaba quase sempre sendo o avesso. Vender na baixa e comprar na alta, invariavelmente é uma estratégia perdedora.

Como comentamos mais acima, o Brasil pode acabar por se tornar atraente aos estrangeiros, que conhecem nosso país e suas mazelas políticas muito bem, se pensarmos no que ocorre na China: aos olhos de todos, o governo interfere em toda parte no mercado, o que estimula uma saída de capital daquele país. A assimetria positiva da bolsa brasileira, com múltiplos muito abaixo do histórico e dos pares de mercados emergentes, quem diria, pode ser a alternativa que o capital saído e saindo da China procura.

Além disso, também têm atraído o investidor estrangeiro os lucros mais do que dobrando em relação a 2020, dividendos atraentes (em muitos casos acima da SELIC), como os de Petrobras e Vale, os múltiplos reduzidos (1/3 daqueles nos EUA, por exemplo) e a própria valorização do dólar. E a perspectiva de elevação

nas taxas de juros nos EUA, que poderá arrefecer a alta do mercado (ou mesmo entrar no vermelho).

Ao focar nos resultados reais das empresas, e não nos ruídos corriqueiros e constantes ao longo de décadas no mercado brasileiro, o investidor estrangeiro se mostra mais associado aos fundamentos. Ele não simplesmente “compra” o mercado. O investidor nacional, exposto às constantes mudanças e imerso (e muitas vezes cansado) de tanto ruído, acaba não tendo uma visão pragmática e não vê o sinal claro vindo das empresas, com valores de mercado cada vez mais atrativos.

No cenário de queda por diversos meses consecutivos, igualando o recorde de baixas consecutivas do governo Dilma, com a queda mais acentuada do SMLL (-27,3%, acumulados nos últimos cinco meses) em relação ao IBOV, a arbitragem de liquidez está cada vez maior. O IBOV acumulou perda de 19,6% no mesmo período. O viés psicológico de realização de lucros em empresas que subiram muito foi uma constante, especialmente nos últimos meses, o que deve ser corrigido com uma reação da bolsa. Dividendos e recompras de ações para tesouraria que as empresas vêm anunciando são prenúncios de bons resultados no quarto trimestre e em 2021 – fato que será evidenciado com a publicação dos balanços anuais. Na Trígono, especialmente.

Performance dos Fundos

Em novembro, o desempenho de nossos fundos foi negativo, influenciado por setores e empresas específicos. Como mostramos nas *lives* dos dias 17/11 e 1/12, a respeito dos resultados das empresas, nenhum fator ligado às empresas ou seus resultados levou a tais quedas. Pelo contrário: os resultados foram recordes e as perspectivas para o 4T21 e para 2022 são ainda mais positivas (ao menos na ótica atual e com base nas informações disponíveis e reuniões com as empresas). Sobre o mercado, nada podemos dizer. Estamos no negócio de investimentos – não no de profecias.

Empresas ligadas à Indústria (setor automotivo pesado), ao setor químico (dióxido de titânio/pigmentos) e à mineração e metalurgia (ferro-ligas) foram as mais impactadas; tiveram a maior relevância negativa no desempenho dos fundos. Conforme comentário sobre as empresas, a queda das ações decorre de movimentos de mercado. Tal movimento, no caso da Indústria, pode estar associado à estratégia *top-down* que a maior parte do mercado utiliza: baseado em dados macroeconômicos, como alta nas taxas de juros ou PIB negativo (imaginem, recessão técnica com -0,1%), penaliza determinados setores (como os citados acima). No caso dos setores químico e de ferro-ligas, as ações das empresas subiram fortemente no ano e em 12 meses. Como dissemos, os resultados foram excelentes, a situação delas é saudável com caixa líquido, 100% das receitas são em dólares e os preços internacionais que regem suas receitas estão em alta. Pode estar aí a motivação para vender. Mas com expectativa de ver tudo isso de novo no 4T21 e, tomara, em 2022, a venda nos parece situação de mercado, e não de fundamentos.

Os preços recorde dessas empresas se explicam por vários fatores, notadamente problemas na oferta e custos ascendentes pelo globo afora, além do processo de descarbonização na China e no mundo. A resenha do mês passado aborda em detalhes este tema e os impactos positivos nas cinco maiores posições da Trígono. Nos casos de ferro-ligas e químico, citados, as empresas são Ferbasa e Tronox Pigmentos.

Assim, caro leitor, em termos de fundamentos, a queda das ações e o impacto nos fundos, em nossa opinião, nada a tem a ver com os fundamentos das empresas (que estão sólidos), mas, sim, com algum movimento de realização de lucros, ou desconhecimento dos fundamentos setoriais e das empresas. Tais movimentos são normais no mercado de ações, onde altas e quedas se sucedem muitas vezes sem fatores específicos – refletindo mais momentos de volatilidade e de incertezas. Não há como prever tais movimentos. Mas seguimos absolutamente tranquilos a respeito da qualidade e das perspectivas das principais empresas investidas. Nunca será demais lembrar: o fator câmbio (desvalorização do real) e a alta

dos preços das commodities, além do processo global de descarbonização (particularmente no fundo Trígono Power & Yield), jogam a nosso favor.

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

O Fundo teve queda de 8,5% em novembro, acumulando ganho de 37,1% em 2021. O referencial IDIV ganhou 0,9% no mês, mas acumula perda de 7,9% no ano. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Delphos teve valorização de 51,3% em 12 meses e de 133,6% desde seu início (26 abril de 2018), ante 0,34% e 40,8% do IDIV nos mesmos períodos. Desta forma, desde seu início, o Delphos gerou alpha (excesso de retorno sobre o índice de referência) de 92,7%. Em uma janela mais curta (seis meses), o Delphos apresenta queda de 5,1%, enquanto o IDIV se desvalorizou 11,7%. Lembremos que novembro foi um mês atípico, e o Delphos entrou em terreno negativo pela primeira vez numa janela de seis meses, desde março de 2020 (quando do pico dos efeitos da pandemia no mercado acionário). Em termos de volatilidade, o Delphos apresentou índice de 19,7% em 12 meses, pouco mais que os 18,8% do IDIV, o que se explica pela maior concentração do índice no segmento de utilities (como o setor elétrico), e no setor financeiro – que recentemente apresentaram menores oscilações que os demais setores. Ambos são tidos pelo mercado como defensivos e tradicionais bons pagadores de dividendos. Mas crenças e mitos, como Descartes nos ensina, nem sempre é a realidade.

Exceto pelo segmento de Óleo e Gás (que teve contribuição positiva de 0,04%), os demais setores tiveram desempenhos negativos – o principal deles sendo o setor Industrial (-3,24%). A ele se seguem Mineração e Metalurgia (-1,97%) e Químico (-1,74%). O conjunto representou 81,4% do desempenho negativo do Fundo (o que já se explicou no preâmbulo desta seção).

Trígono Verbier FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

O Fundo apresentou perda de 11,2% em novembro e valorização de 31,4% no ano – ante queda de 1,5% no mês e de 14,4% no ano do IBOV, respectivamente. Quando comparadas janelas mais longas: o Trígono Verbier teve ganho de 54,4% em 12 meses e de 116,3% em 36 meses. O IBOV perdeu 6,4% e ganhou apenas 13,9% nos mesmos períodos, respectivamente. O alpha gerado em 3 anos acumulou 103%, decomposto em 2% ao mês, de excesso de retorno ao longo dos últimos 36 meses. Nos últimos seis meses, o Verbier apresentou queda de 7%, enquanto o IBOV perdeu 19,3%.

Em termos de volatilidade, mesmo com o destaque da grande oscilação das ações em novembro, o Verbier exibiu um índice de 19,1% em 12 meses – abaixo dos 20,6% do IBOV no período, o que torna o diferencial de retorno sobre o IBOV ainda mais relevante. O Verbier, para lembrarmos, mudou sua condição de Clube para Fundo de Investimento em julho de 2018, e já em dezembro de 2017 tinha taxa de administração de 2%, e 20% de performance sobre o IBOV.

As principais contribuições negativas vieram do setor Químico (com -5,37%), de Mineração e Metalurgia (com -1,75%) e da Indústria (-1,57%). Quatro empresas apresentaram valorização em novembro, que foram anuladas setorialmente por outras empresas. Os comentários seguem os mesmos do Delphos e do início desta seção.

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

O Fundo teve desvalorização de 9,75% em novembro, mas no ano acumula ganho de 30,9%, enquanto o índice referencial SMLL perdeu 2,3% no mês e 19,3% no ano. Quando comparadas janelas mais longas:

o Trigono Flagship proporcionou ganhos de 44,2% em 12 meses e de 186% desde seu início (24 abril de 2018), contra desempenho negativo de 13,2% do SMLL em 12 meses, e ganho de 30% quando comparado ao nosso fundo. O Flagship entregou, assim, uma vantagem (um alfa) de nada menos que 156% desde seu início. Nos últimos seis meses, o Flagship apresentou queda de 10,7%, enquanto o SMLL caiu 26,6%. A volatilidade anual de 20,6% ficou bem abaixo daquela do SMLL (24,5%), apesar de nosso fundo estar concentrado em 6 empresas que representam 71% da carteira (o que demonstra elevada convicção nas principais posições).

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Tecnologia (0,32%) e Logística (0,17%). Já as principais contribuições negativas vieram de Química (-4,39%), Indústria (1,80%) e Mineração e Metalurgia (-1,6%). Em nossa opinião, não há qualquer evento de natureza fundamentalista a explicar as quedas das ações. Trata-se de mero movimento *top-down*, associado à variação da taxa de juros, e possivelmente a realização de lucros de ações que haviam subido substancialmente no ano. Também em nossa opinião, a alta destas ações ao longo do ano é plenamente justificável pelos resultados apresentados – e mais importante: as perspectivas para o próximo ano são promissoras (o que também será percebido na divulgação dos balanços anuais).

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

O fundo (iniciado em 2 de setembro de 2019) teve queda de 5,41% em novembro, praticamente repetindo outubro (-5,36%), contra variação de 0,59% do CDI. Acumula, assim, ganho de 12,3% em 2021 e de 40,5% desde seu início. O CDI, por sua vez, ganhou 3,63% em 2021 e 8,3% desde o início do fundo. O Trígono Prev 70, portanto, proporcionou rendimento equivalente a 489% em relação ao CDI desde seu início. Mesmo alocando 70% de seu patrimônio em ações e 30% em Tesouro Direto (equivalente ao CDI), os retornos de 17,1% em 12 meses e de 34% em 24 meses (praticamente 80% dentro do período da pandemia) foram substancialmente superiores ao IBOV (que teve retorno negativo de 6,4% em 12 meses e 8,8% em 24 meses) e do SMLL (também negativo em 13,2% em 12 meses e em 9,6% em 24 meses). Ou seja: o alfa foi de 42,8% sobre o IBOV e de 43,6% sobre o SMLL no período de 24 meses. Nos últimos seis meses, o Trígono Prev 70 apresentou queda de 9,1%, enquanto o IBOV se desvalorizou em 19,3% (mais do que o dobro).

As maiores contribuições positivas vieram de Consumo (0,22%) e Logística (0,15%). Já as principais negativas vieram de Indústria (-2,50%), Mineração e Metalurgia (-1,48%) e Agronegócio (-1,20%). Sobre este último setor, não há fato negativo nos segmentos investidos (açúcar e etanol e manufatura de silos e armazéns, por exemplo). A respeito dos demais setores, valem os comentários feitos anteriormente.

TRÍGONO ICATU 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

O fundo, iniciado em 14 de julho de 2020 (pouco mais de 16 meses desde o lançamento), teve queda de 2,9% em novembro, com ganho acumulado de 28,8% no ano. Nos mesmos períodos, o IBOV apresentou perdas de 1,53% e 14,37%, respectivamente. Desde seu início, a valorização é de 54,35%, contra mero 1,47% do IBOV no mesmo período. O alfa, assim, foi de 52,9% desde seu início. Nossa volatilidade anual, de 21,8%, está ligeiramente acima à do IBOV (20,6%), o que reforça ainda mais a significância do alfa

gerado, já que um pouco mais de volatilidade trouxe uma alfa substancial. Acreditamos que nosso fundo esteja no topo entre os fundos de previdência em termos de retorno – lembrando que sua existência está 100% num ambiente de pandemia, bastante desafiador. Para nós, é uma grande realização entregarmos desempenho tão positivo a nossos estimados investidores.

As principais contribuições positivas vieram dos setores Químico (1,04%), de Tecnologia (0,42%) e de Consumo (0,32%). Já as negativas vieram de Indústria (-1,81%), Mineração e Metalurgia (-1,57%) e Agronegócio (-0,86%). Valem os raciais das explicações já apresentadas – exceto para o setor Químico. Nosso atento leitor talvez esteja se perguntando: como é possível este setor produzir resultados tão negativos nos fundos não ligados à previdência e, neste caso, figurar como o maior contribuidor positivo? Questão pertinente. A resposta está no ambiente regulatório dos fundos de previdência, que limita os investimentos em percentuais do fundo em diferentes níveis de governança, como: Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da B3. Portanto, limitados por estes parâmetros e alocados em outras empresas do nível tradicional, esta empresa específica com desempenho negativo em novembro não faz parte dos nossos fundos de previdência, enquanto outra empresa listada em nível acima de governança e de grande liquidez acabou por ser a representante única do setor neste fundo e, em novembro, apresentou valorização. Tal desempenho refletiu o melhor resultado trimestral de sua história e ainda o anúncio de dividendos vultuosos, fato que atraiu ainda mais investidores para suas ações.

Se compararmos o desempenho do Fundo com o índice SMLL (small caps) nos últimos 12 meses, também houve alfa substancial: 37,9% de retorno anual do Trígono Icatu 100, ante desempenho negativo de 13,2% do SMLL. Ou seja: também em relação às small caps, nosso desempenho (51,1% de alfa, equivalente a 3,5% a cada mês, de forma composta) foi bastante superior.

TRÍGONO POWER & YIELD 100 FIC FIA PREV (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

O fundo, iniciado em 5 de fevereiro deste ano, teve queda de 3,14% em novembro, acumulando ganho de 13,57% desde o lançamento. O referencial, IEE (índice do setor elétrico), apresentou ganho de 2,04% em novembro, mas perdeu 7,88% no período desde o início de nosso fundo. Ou seja, geramos 21,45% de alfa em pouco menos de 10 meses (quase 2% ao mês). Nossa volatilidade anualizada foi de apenas 16,4%, enquanto a do IEE (que é considerado um índice de baixa volatilidade) foi de 18,96% no mesmo período. Isso só reforça a significância do alfa gerado, comparado ao que a B3 considera as maiores e mais representativas empresas do setor elétrico (são 16 empresas, com distribuição equitativa – pouco mais de 6% por empresa).

A maior contribuição positiva veio do setor Químico (+2,72%), enquanto as negativas vieram de Mineração e Metalurgia (-2,65%), Concessionárias de Energia Elétrica (-2,03%) e Agronegócio (-0,92%). Destacamos que apenas 3% da carteira está investida em large caps. Nosso foco, como o leitor/investidor já bem sabe, são as small caps.

Novamente o setor Químico: o negócio da empresa investida (Unipar), cloro e soda (e PVC na cadeia de produção), é bastante eletrointensivo. O preço da energia elétrica em todo o mundo (em menor escala no Brasil) disparou, pois a maior parte dos países desenvolvidos (China em especial) a produz em termelétricas alimentadas por fontes não renováveis (carvão e gás natural) cujos preços, por sua vez, também dispararam. A matriz energética do Brasil é limpa e renovável. Foi isso, como já tivemos ocasião de explicar, que nos motivou a criar este fundo tão diferente de todos (houve outros fatores também, mas este foi determinante). Buscamos explorar as vantagens competitivas das empresas eletrointensivas instaladas no Brasil. No setor de energia elétrica, o mundo padece de disparada de custos, escassez, problemas

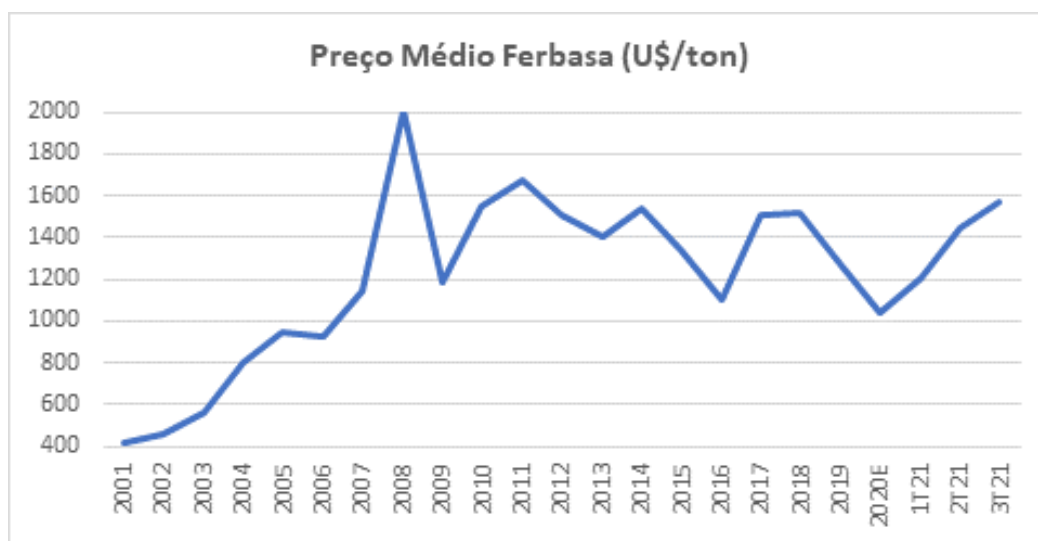
ambientais, rompimento de cadeias de produção. Nada disso ocorre aqui. As empresas brasileiras ainda têm a vantagem da desvalorização do real, o que turbina ainda mais seus resultados. A Unipar, além de produzir sua própria energia na Argentina (na subsidiária Indupa), vai gerar 70% de sua energia através de dois parques – um eólico e outro solar, sendo que o primeiro já começa a produzir no ano que vem. Esta é uma vantagem extraordinária. E o mercado não a percebe.

Com mineração e metalurgia passa-se algo similar. O negócio de ferro-ligas é essencialmente eletrointensivo. Nossa empresa investida, Ferbasa, usa energia 100% renovável e limpa, investe em geração própria e usa biorredutor de carvão vegetal (neutro em geração de gases de efeito estufa) para produzir ferrosilício. O resto do mundo usa coque, com seu grande impacto ambiental e principalmente energia termoelétrica de origem fóssil.

O mercado ainda não entendeu nosso fundo, que investe também em empresas tradicionais do setor elétrico, grandes pagadoras de dividendos e sem risco hidrológico, bem como no setor de etanol e energia de biomassa, cada vez mais promissor. Setores ligados à cadeia soda-cloro, ferro-ligas e etanol vivem momento ímpar: suas perspectivas são promissoras. Empresas ligadas diretamente à energia no Brasil também têm horizonte extraordinário de crescimento, mas o mercado, com sua tradicional visão de curto prazo, e levado pela desinformação estampa nas manchetes de nossa mídia (que gritam “apagão”, “crise energética”, “não há luz no fim do túnel”) – as penalizou. Investidores atentos simplesmente arbitram a desinformação.

Ferbasa-FESA4

A empresa vem apresentando forte elevação em receitas e rentabilidade, principalmente pela elevação nos preços das ferro-ligas: US\$ 1.370/ton (média) no acumulado do ano, ante US\$ 1.040/ton (média) em 12 meses em 2020. Mas no 3T21 o preço médio realizado da ferro-ligas atingiu US\$ 1.567/ton, e no 4T21 acreditamos que deverá passar de US\$ 2.000/ton. Reflexo do forte aumento do FeSi75%: na Europa e nos EUA, superando US\$ 4 mil/ton. Mais de 75% do que produz desta liga, a Ferbasa exporta para o Japão, Europa e EUA.



As imagens abaixo ilustram evolução de receitas, EBITDA e lucro líquido – com destaque para alguns efeitos não recorrentes, como ganho de PIS/Cofins (R\$ 207 milhões) em 2019 e em hedge (ganho R\$ 26 milhões, antes do imposto de renda). Em 2020, houve perda de R\$ 185 milhões com hedge e de R\$ 78 milhões em 9M21 (sendo R\$ 12 milhões no 3T21). A empresa encerrou as posições de hedge em aberto e, com isso, não haverá mais impacto relevante em seus resultados. Ainda no 3T21, houve ganho de R\$ 31 milhões de restituição de Imposto de Renda, relacionado à tributação das variações monetárias de PIS/Confins em 2019 (no valor de R\$ 81 milhões).

O EBITDA de R\$ 246 milhões no 3T21, representa um resultado anualizado de R\$ 984 milhões, mas realizado com uma taxa de câmbio médio de R\$ 5,17 (hoje, acima de R\$ 5,60) e preços pelo menos 20% mais baixos (média) que o praticado no mercado atualmente. Para cálculo do EV (“Valor Econômico” em inglês) deduzimos o valor de mercado do caixa líquido e do valor contábil de R\$ 524 mm do investimento no parque eólico BW Guirapá. O parque tem capacidade assegurada para gerar 97 MW (cujo valor de investimento estaria hoje próximo a R\$ 1 bilhão).

Considerado o EBITDA do 3T21 anualizado, ainda que com preços e taxa de câmbio mais baixos que os atuais, o múltiplo EV/EBITDA atual anualizado e ajustado é de 2,9x. Historicamente, a média deste múltiplo para a Ferbasa fica em torno de 6x. O lucro líquido ajustado de R\$ 203 milhões entre julho e setembro (exclui ganho de R\$ 31 milhões de IR, mas inclui perda de R\$ 12 milhões com derivativos) remete a R\$ 850 milhões anualizado (sem derivativos) ou índice P/L de 4,3x (sendo que a ação negocia em média com P/L de 10x). Não foi considerada a possibilidade de venda de 3,5 milhões de ações em tesouraria com valor atual de cerca de R\$ 150 milhões.

Em R\$ milhões

Ferbasa não cons.	2019	2020	12M	9M19	9M20	9M21	Δ 21/19	21/20	3T19	3T20	3T21	Δ 21/19	Δ 21/20
Receita líquida	1.186	1.539	2.150	926	1.096	1.707	84%	56%	317	325	617	95%	90%
EBITDA ajustado	177	357	689	161	271	576	257%	113%	22	84	246	1044%	193%
EBITDA Margem	14,9%	23,2%	32,0%	17,4%	24,7%	33,7%			6,8%	25,9%	39,8%		
Lucro Líquido ajust.	222	70	444	52	33	406	681%	1149%	145	12	233	61%	1917%
Margem Líquida	18,7%	4,5%	20,6%	5,6%	3,0%	23,8%			45,6%	3,6%	37,7%		

Caixa	147	289	496
Dívida Total+hedge	-225	-364	-193
Caixa (dívida liq.)	-78	-75	303
Invest. BW	547	531	524
Valor de Mercado	1.703	1.626	3.693
EV ajustado	1.234	1.170	2.866

P/L	7,7	23,2	8,3
EV/ EBITDA	7,0	3,3	4,2

Para 2022, a perspectiva é de patamares elevados para os preços das ferro-ligas. Uma alta de mais de 100% nos últimos 12 meses (em forte contraste com a queda de 50% do preço do minério de ferro) decorre de uma combinação, a nosso ver, não apenas transitória de fatores. O principal deles é a necessidade e vontade genuínas da China de descarbonizar seu ambiente. As ferro-ligas contribuem para geração de efeito estufa: seu processo industrial utiliza coque como elemento redutor – o que gera CO₂, ou seja, o carbono do coque captura o oxigênio dos óxidos (minério de ferro, por exemplo), sendo liberado na atmosfera de nosso planeta. Com o aço se dá o mesmo.

Assim, a China, que produz entre 65% e 70% das ferro-ligas do mundo, impôs várias restrições à produção de aço derivada de minério. Não por acaso, o preço deste caiu. Foi privilegiado o uso de sucata, que gera menos CO₂. Restrições ainda maiores foram impostas à produção de ferro-ligas no país, notadamente do FeSi75% (essencial na produção de aço). Isso levou um forte desequilíbrio à oferta das ligas. Como já sabemos, ferro-ligas são altamente eletrointensivas e a energia na China é na maior parte (65%) gerada por térmicas a carvão (o que significa CO₂ na atmosfera). Se a meta é descarbonizar, restringir a produção de ferro-ligas faz todo sentido e deverá se prolongar especialmente no período de inverno. Na seção macroeconômica abordamos o tema carvão na China. A imagem a seguir ilustra o consumo de energia e emissão de CO₂ do FeSi75% na Europa e China.

Ferro-Silicon, 2015:	Direct and indirect emissions, kgCO₂/t	World share of FeSi-related CO₂ emissions
EU + EEA	4,975 (average)	3.33% (total)
China	12,913	78.18%

Table 2: EEA (France, Spain, Poland, Slovakia, Norway and Iceland) and China CO₂ emissions of FeSi (Source: AlloysConsult, 2016)

Data per tonne produced (EU + EEA):		1997	2005	2013
Silicon	Electricity input (MWh)	13.2	12.1	12.4
	Direct emissions (CO ₂ /t)	4.7	4.2	4.3
Ferro-silicon	Electricity input (MWh)	9.2	9.3	8.9
	Direct emissions (CO ₂ /t)	3.6	3.3	3.3

O silício metálico, matéria-prima na fabricação de placas fotovoltaicas, é cerca de 30% mais eletrointensivo que o FeSi75% e emite proporcionalmente maior quantidade de CO₂.

Na Ferbasa a emissão total de CO₂/ton de ferro-ligas produzida fica abaixo de 2 ton, conforme levantamento da consultoria ATA Sustentabilidade, contratada pela Trigono Capital para avaliar a pegada de carbono de todas as empresas investidas em 2020. A imagem anterior mostrou que o FeSi75% produzido na China em 2015 (que deve ter aumentado muito até 2020), representava 78,2% das emissões globais de CO₂ gerados por esta liga e 2,5x mais em relação à Europa.

A Ferbasa usa energia hidrelétrica e eólica (cerca de 210 MW de necessidade) e 100% de bio-redutores – carvão vegetal suprido por 26 mil ha de eucaliptos em áreas próprias, numa área total de 65 mil ha. A área restante é de matas nativas. As florestas da Ferbasa neutralizam o CO₂ emitido na produção do FeSi75%. A emissão de 609 mil ton de CO₂ gerados são gerados principalmente pela produção de FeCr que utiliza coque ao invés de bio-redutor devido limitações técnicas à utilização do mesmo, e necessariamente com o coque, como no resto do mundo. Mas a energia utilizada pela Ferbasa é limpa e renovável, ao contrário da China e África do Sul, que produzem 90% do FeCr do planeta, principalmente de origem térmica de carvão.

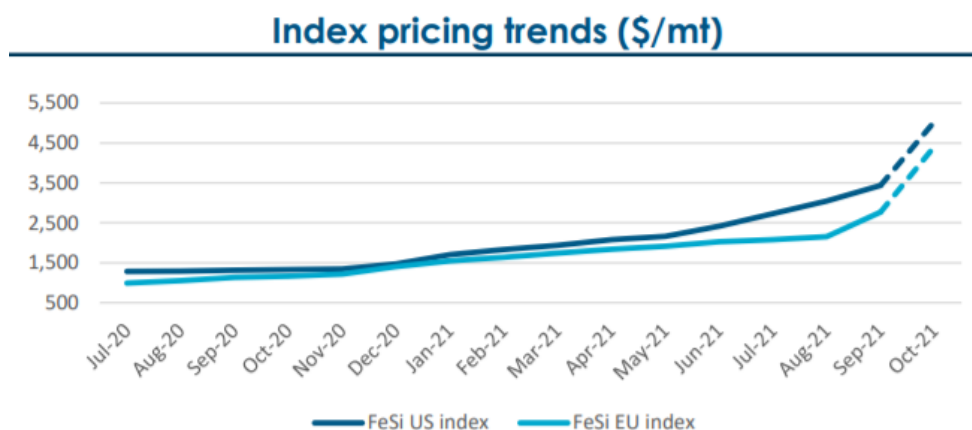
Na Europa, onde a energia é produzida grande parte em termelétricas movidas a carvão e gás, os problemas são igualmente grandes. Na Espanha, por exemplo, o preço da energia quadruplicou. Os preços do coque metalúrgico e do carvão energético também dispararam. Na Ferbasa, apenas o FeCr foi impactado pelo preço do coque. A imagem abaixo ilustra a composição de custos da empresa:

Composição dos Custos de Produção – 9M21



A imagem a seguir ilustra a evolução dos preços do FeSi75% na Europa e EUA superando US\$ 4.500/ton em outubro.

Silicon-Based Alloys



Fonte: Ferroglobe.

Em nossa opinião, são as seguintes as oportunidades e fundamentos da Ferbasa para os próximos 3 anos:

- Compra de mina ou empresa colombiana fornecedora de carvão mineral transformado em coque utilizado nos oito fornos de FeCr, tornando-se autossuficiente em carvão mineral;
- Tornar-se autoprodutora de energia elétrica, eliminando a necessidade dos 145 MW de capacidade equivalente de energia fornecida pela Chesf (com geração de 80 MW já em 2024, em parceria com a AES – no parque eólico Cajuína);
- Como autoprodutora, a empresa sai do ambiente regulado e do horário de ponta. Ganha entre 40 mil e 45 mil toneladas de capacidade (com um adicional anual entre R\$ 150 milhões e R\$ 250 milhões no EBITDA), devido a três horas que fica inoperante diariamente no horário de ponta entre 18hs e 21hs;
- Entrada em novo negócio de silício metálico (similar ao FeSi75), com vantagens competitivas ainda maiores devido à maior eletro intensividade e à forte demanda por energia solar. O preço atual do silício metálico é de US\$ 10 mil/ton (2x a 2,5x maior que o FeSi75);
- Compra de ativos de ferro-ligas como da Vale, cujo negócio foi descontinuado (inclusive com planta de ferro-ligas na Bahia próximo a Pojuca, onde tem seu parque metalúrgico);

- Exportação regular de minério de cromo e contínua redução nos custos do minério e do FeCr – resultado do ganho de escala e do maior emprego de tecnologias como raio-x e operação remota de equipamentos;
- Problemas energéticos na África do Sul combinados a um forte aumento no preço da energia elétrica naquele país, maior exportador mundial de FeCr poderão impactar a oferta desta liga nos próximos anos. Isso poderá resultar em aumentos de preços, semelhante ao que vem ocorrendo com o FeSi75%.
- Tendo em vista a ação excessivamente descontada, 100% das receitas em dólar, perspectivas favoráveis para o mercado de ferro-ligas, a contínua redução/contenção de custos, a agregação de valor aos produtos, além da distribuição regular de dividendos, que, esperamos, serão majorados, investir na Ferbasa é uma de nossas principais posições estratégicas.

TUPY-TUPY3

A multinacional brasileira Tupy, sediada em Joinville (SC), é líder mundial na produção de blocos e cabeçotes de ferro fundido. Produz no Brasil, México e em Portugal através de 5 plantas. Nos últimos 8 anos, mais que dobrou sua capacidade, depois que comprou duas plantas no México e da recente conclusão da compra da concorrente Teksid, segundo player no mundo ocidental. A empresa agregou, assim, cerca de 35% de capacidade produtiva. Antes da compra da Teksid, a Tupy processava cerca de 580 mil ton/ano de sucata de ferro e gerava 40 mil ton/ano de coprodutos utilizados em outras cadeias de produção. A Tupy, então, atua na cadeia circular, transformando sucata de ferro em produtos de altíssima tecnologia industrial e exigências de qualidade.

Produz componentes estruturais para motores, com metalurgia e geometria complexas que impõem elevadas barreiras de entrada. Também há o desafio de rentabilizar as operações tendo como principais clientes grandes montadoras de veículos pesados, num ambiente de volatilidade de custos da sucata, do coque, das ligas metálicas e resinas utilizadas. Seus produtos são empregados em ambientes mecânicos sujeitos a elevados esforços e temperaturas, e em atividades que requerem cada vez mais eficiência energética e redução de emissões. Tudo isso exige tecnologias cada vez mais complexas – como o uso do CGI (*compact graphite iron*) e outras (e para cada uma há o desafio de rentabilizá-las).

O setor de veículos, principalmente o segmento vinculado a bens de capital, sofreu em 2020 os efeitos da pandemia, com paralisação e/ou redução da atividade produtiva nas montadoras de dos clientes. Neste ano, ainda há reflexos da pandemia: problemas na cadeia de produção – a falta de semicondutores, por exemplo –, pressões de custos (a sucata de ferro praticamente dobrou de preço, seguindo o minério de ferro gusa) e problemas logísticos, para nomear alguns. A demanda, no entanto, aumentou em alguns segmentos, criando um hiato (oferta abaixo da demanda, que se encontra represada).

Como fato positivo destacamos a consolidação da compra da Teksid num momento muito positivo – de mercado comprador, preços da sucata entre a estabilidade e a queda, e recomposição de preços ainda em andamento. O câmbio se encontra em um patamar bastante positivo para a Tupy – mais de 80% de suas receitas vinham do exterior (cerca de 60% dos EUA) antes de consolidada a aquisição da Teksid.

Na imagem abaixo, resumimos os resultados da Tupy (ainda não incluída a Teksid, adquirida por € 67 milhões em 1º de outubro):

Em R\$ milhões

Tupy	2019	2020	Últ 12M
Receita líquida	5.164	4.258	6.293
EBITDA ajustado	700	605	859
EBITDA Margem	13,6%	14,2%	13,7%
Lucro Líquido	279	-76	228
Margem Líquida	5,4%	-1,8%	3,6%

9M19	9M20	9M21	21/19	21/20
4.025	2.988	5.024	25%	68%
548	420	674	23%	61%
13,6%	14,0%	13,4%		
206	-162	142	-31%	-187%
5,1%	-5,4%	2,8%		

3T19	3T20	3T21	21/19	21/20
1.339	1.250	1.834	37%	47%
207	258	289	40%	12%
15,4%	20,6%	15,8%		
67	128	125	88%	-2%
5,0%	10,2%	6,8%		

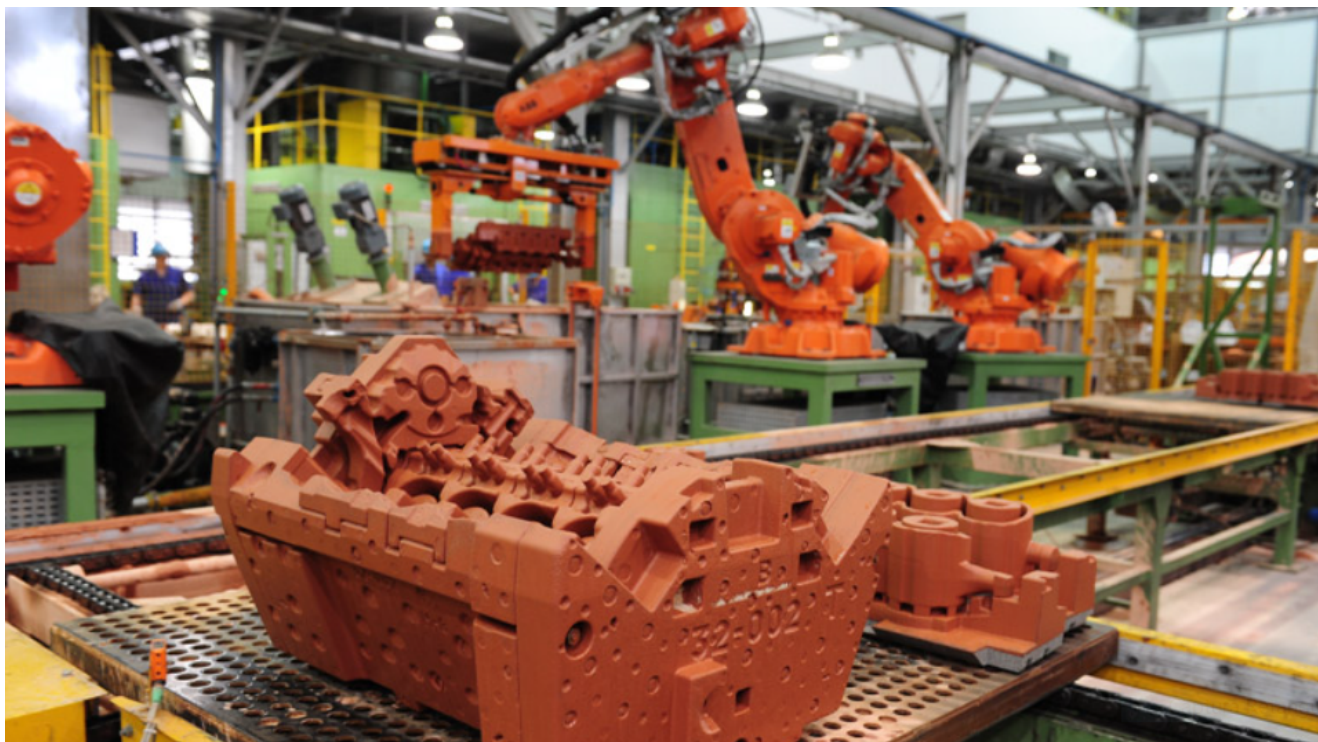
Caixa	845	1.426	990
Dívida Total	-1.484	-2.227	-2.082
Caixa (dívida liq.)	-639	-801	-1.092
Valor de Mercado	3.659	3.037	2.784
EV	4.298	3.838	3.876

	2019	2020	9M21
PIS/Cof. Impair.	-46	-19	

P/L	13,1	(39,9)	12,2
EV EBITDA	6,1	6,3	4,5

Mesmo com todos os fatores adversos já comentados, e operando a menos de 70% da capacidade, a Tupy vem apresentando ao longo de 2021 excelentes resultados. As receitas cresceram 25% nos três primeiros trimestres deste ano, em relação ao mesmo período de 2019 (pré-pandemia), e o EBITDA avançou 23% – ainda que com volume vendido 13,3% inferior – foram 387,9 mil ton entre janeiro e setembro deste ano, contra 447,6 mil ton no mesmo período de 2019. No 3T21 isoladamente, comparado a 2019, as receitas cresceram 37%; o EBITDA, 40% e o lucro líquido, 88%. O volume ficou em 131,8 mil ton (10,2% menos que no 3T19, quando foram vendidas 146,7 mil ton). O volume de vendas no 3T21 equivale a algo entre 70% e 75% da capacidade, dependendo da sazonalidade.

Ainda em processo de recuperação de preços e margens, e com ampla capacidade disponível, a Tupy, acreditamos, tem ainda amplo espaço para crescimento de receitas, melhorar margens e retorno sobre o capital empregado, dada a baixa utilização – decorrente, como dissemos mais acima, de problemas em cadeias de produção e não de mercado, e que deverão ser superados gradativamente



Lembramos ainda que o preço do minério de ferro caiu 50% nos últimos 12 meses, e nisso deverá ser seguido pelos preços de ferro-gusa (utilizado por siderúrgicas) e sucata, já que siderúrgicas brasileiras como CSN, Usiminas e Arcelor Mittal buscarão a carga metálica de menor custo. Tal fato favorece a Teksid, dada a sua localização próximas a estas siderúrgicas que competem pela sucata. Também a retomada da atividade industrial e do setor automobilístico deverá proporcionar maior geração de sucata, reequilibrando a oferta deste insumo essencial à Tupy. Ainda como detalhe, o Brasil deverá exportar menos sucata, por problemas logísticos na disponibilidade de contêineres. Sucata, aliás, é um tipo de carga que proprietários de contêineres tentam de algum modo evitar, dado o potencial de danos que embutem. E porque também estão em posição de escolher as “melhores” cargas.

Por fim, alguns comentários sobre a Teksid. A Tupy adquiriu as unidades de Betim (236 mil ton/ano) e Aveiro, em Portugal (41 mil ton/ano), que totalizam, assim, 277 mil toneladas anuais de produção. Isso agrega 37% de capacidade à produção de México e Joinville (308 mil ton e 440 mil ton, respectivamente). O valor pago corresponde a US\$ 75 milhões, ou US\$ 270 mil/ton. Em abril de 2012, a Tupy concluiu a aquisição das plantas mexicanas por US\$ 439 milhões (cerca de R\$ 2,5 bilhões atualmente), ou US\$ 1,4 milhão/ton.

Ou seja, as unidades da Teksid foram adquiridas pelo equivalente a 20% do valor pago no México por tonelada de capacidade. No momento da oferta de compra, a taxa de câmbio estava em R\$ 4,00. A desvalorização é amplamente benéfica às operações brasileiras; já no México, exceto pela mão-de-obra, custos e preços são amplamente dolarizados. Assumindo vendas equivalentes a 75% da capacidade nos próximos 3 anos, e preços unitários equivalentes a 70% da Tupy hoje (R\$ 13.913/ton da divisão automotiva no 3T21). Assim, estimamos uma receita potencial de R\$ 2 bilhões para a Teksid. Estimando uma margem de EBITDA de 12% em três anos, chegamos a um potencial adicional de EBITDA de R\$ 240 milhões (contra os cerca de R\$ 420 milhões pagos pela empresa). Estimando um múltiplo de 6x o EBITDA para a Teksid, o valor seria de R\$ 1,4 bilhão (ou 50% do valor de mercado atual da Tupy). Este valor corresponde a US\$ 928 mil/ton de capacidade, ou 66% do que foi pago no México em 2012, com margem de EBITDA equivalente ou 12%.

Este pequeno e simples exercício apenas ressalta o excelente negócio realizado e os potenciais de agregação de valor à própria Teksid e de racionalização de custos e operações em Joinville e até no México. Novos clientes, mercados e produtos trazidos pela companhia adquirida podem levar a otimizações maiores em cada planta e em cada país, racionalizando as exportações, logística e custos.

Voltando à Tupy: anualizando o EBITDA do 3T21, o valor de R\$ 1,16 bilhão corresponde a um múltiplo de EV/EBITDA de 3,3x. Ainda esperamos recomposição de margens, aumento do volume de vendas e maior valor agregado através de intensificação de usinagem e uso da tecnologia CGI. Também não foi considerada a incorporação da Teksid. Com base no 3T21 anualizado, o múltiplo de P/L é de apenas 5,7x, contra 21x da Caterpillar, 18,4x da John Deere, 14,3x da Cummins e 26,8x da Ford – todos clientes da Tupy e com negócios e mercados relacionados.

A seguir, destacamos as janelas de crescimento, geração de valor e fundamentos num horizonte de 3 anos para a Tupy:

- integração total da Teksid às operações, captura de sinergias, introdução de usinagem, CGI, racionalização de custos e otimização de todas as operações;
- inovação tecnológica, novas ligas, necessidade de eficiência energética e redução de emissões, demandando componentes mais sofisticados e maior valor unitário;
- novos projetos de infraestrutura no Brasil e nos EUA (US\$ 1,2 trilhão) que demandarão máquinas offroad e caminhões pesados, mercado que proporciona maior rentabilidade e com maior potencial de crescimento;

- substituição de máquinas agrícolas, offroad e caminhões atuais, obsoletos, por novos equipamentos mais eficientes em uso de energia; ampliação da produção de alimentos de forma eficiente e com menor impacto ambiental;
- dentro da chave “descarbonização global”, investimentos em energia e mineração vão demandar metais e isso pode levar a um maior crescimento do PIB mundial pós-pandemia e demanda por bens de capital, segmento chave para a Tupy, especialmente em relação a rentabilidade e retorno sobre o capital investido;
- atendimento da demanda reprimida, recomposição de estoques e maior demanda de logística em diversos modais, além de geradores estacionários de energia (stand-by), ou em regiões isoladas, além da ampliação do uso de gás natural e biometano em substituição ao diesel;

Como podemos observar, são amplas as avenidas para crescer, utilizar mais capacidade disponível e integração da Teksid. Além de recompor margens, a Tupy irá enveredar por novos negócios (como reciclagem de baterias, uso de hidrogênio, biometano, gás natural e híbridos como combustíveis alternativos e redutores de emissões de gases de efeito estufa).

O endividamento da Tupy está concentrado em 2031, e conta com uma forte posição de caixa. Isso implica em sólidas estruturas de capital e financeira. Para finalizar, destacamos o baixo valor de mercado – menos de US\$ 500 milhões – e a capacidade de remuneração de acionistas, tendo em vista a forte geração de caixa vis-à-vis investimentos e quase R\$ 1 bilhão em caixa e acessibilidade a diversas fontes de financiamentos a baixo custo e prazos longos em caso de investimentos mais relevantes do que os realizados para manutenção das plantas.

Há outros eventos de natureza tributária e não recorrente (como desmobilizações) que não detalharemos, por acreditar que o já abordado é o principal para sustentar nossa posição como maiores investidores minoritários na empresa, bem como sua relevância em nossos fundos. Destacamos a qualidade dos principais executivos – mais de 2.200 engenheiros e técnicos, conselheiros e suporte dos acionistas BNDESpar e Previ que permitiram as diversas realizações da empresa nos últimos 10 anos.

Mahle Metal Leve-LEVE4

A Metal Leve faz parte do grupo Mahle, fundado na Alemanha em 1920, e um dos maiores produtores mundiais de componentes automotivos, com faturamento de quase € 10 bilhões e presença em 160 países. Em 1964, os controladores (os irmãos Mahle) doaram suas ações à Fundação Mahle, que controla as operações no Brasil. A fundação Mahle dedica-se à filantropia ligada principalmente a saúde, educação, agricultura, nutrição, artes e cultura.

A Metal Leve, fundada em 1950 em parceria com a família Mahle, teve em 1996, seu controle acionário transferido para a Mahle GmbH. Em 2011, migrou para o Novo Mercado, mantendo *free float* de 30%. É a única empresa do Grupo Mahle listada em bolsa de valores.

A empresa produz no Brasil componentes automotivos para motores a combustão, sendo líder e referência em tecnologia. Em outras partes do mundo atua em diversos segmentos, como mobilidade elétrica, aplicações industriais e serviços e componentes para pequenos e grandes motores (de bicicletas elétricas, como baterias de carga rápida a grande motores navais). No Brasil, seus negócios estão ligados a componentes para motores, incluindo filtros, gerenciamento térmico e sistemas de injeção e reposição (*after market* direcionado principalmente a veículos pesados). Suas receitas se distribuem entre fornecimento a montadoras, *after market* e exportações. Atua também na Argentina, focada nas exportações e reposição no mercado local.

Em 2021, a despeito das dificuldades na cadeia de produção na indústria automobilística, a Metal Leve deverá apresentar seu melhor resultado histórico, já evidenciado em nove meses decorridos no ano.

Em R\$ milhões

Metal Leve	2019	2020	Últ 12M
Receita líquida	2.526	2.403	3.270
EBITDA ajustado	441	412	696
EBITDA Margem	17,5%	17,2%	21,3%
Lucro Líquido ajust.	259	204	431
Margem Líquida	10,3%	8,5%	13,2%

9M19	9M20	9M21	21/19	21/20
1.931	1.626	2.674	38%	64%
364	275	559	54%	103%
18,9%	16,9%	20,9%		
193	99	365	89%	267%
10,0%	6,1%	13,6%		

3T19	3T20	3T21	21/19	21/20
646	691	950	47%	37%
129	170	186	44%	10%
20,0%	24,5%	19,6%		
69	95	132	91%	39%
10,7%	13,8%	13,9%		

Caixa	206	686	405
Dívida Total	-394	-552	-227
Caixa (dívida liq.)	-188	133	178
Valor de Mercado	3.695	2.691	3.920
EV	3.884	2.557	3.742

	2019	2020	9M21
PIS/Cof.			99
Impairm.		-74	-20

P/E	14,3	13,2	9,1
EV EBITDA	8,8	6,2	5,4

Este desempenho poderia ter sido ainda melhor, não fosse o forte reajuste nos preços dos metais utilizados (alumínio, aço, cobre, níquel, sucata, ligas e outros) e logística. No entanto, o reajuste dos metais é repassado aos preços praticado junto as montadoras, e sem dificuldade no segmento de reposição, onde empresas chinesas costumavam ser mais competitivas, mas se afastaram devido custos logísticos e internos, além da moeda manter-se forte.

O mercado original ou ligado às montadoras de veículos, vem sendo prejudicadas pela cadeia de suprimento – notadamente semicondutores –, com maiores impactos na produção de veículos leves. Mas este segmento é de menor rentabilidade, e efeitos negativos nele são compensados por exportações e *after-market*. Ainda assim, através de aumento de preços e desvalorização do real, a Metal Leve apresentou em nove meses de 2021 expressivo crescimento de 38% nas receitas sobre 2019 (pré-pandemia).

O EBITDA no período cresceu outros impressionantes 54%, e o lucro líquido, 89%. A despeito da maior necessidade de capital de giro para financiar o crescimento de vendas e os custos das matérias-primas, a empresa saiu de um posição de dívida líquida de R\$ 188 milhões em 2019 para um caixa líquido de R\$ 178 milhões em setembro último. Ou seja, são nada menos que R\$ 366 milhões de variação – e isso após a distribuição de dividendos, investimentos e pagamento de Imposto de Renda.



Olhando isoladamente para o 3º tri deste ano, o EBITDA anualizado (multiplicado por 4x) atinge R\$ 744 milhões, valor 68% maior que o visto em 2019; o lucro líquido, da mesma forma, aponta para R\$ 524 milhões, mais que o dobro (102%) do observado há dois anos, e isso num contexto de pandemia e de forte aumento de custos. Acreditamos que a empresa ainda tem um forte potencial de crescimento em rentabilidade e receitas nos três segmentos de atuação (montadoras, exportações e *after-market*), em volume de vendas, com a menor competição de importados em *after-market* e maior crescimento em produtos de maior valor agregado que serão demandados pelas novas tecnologias nos motores, seguindo requerimentos ambientais e de eficiência energética.

Para a Trígono, a Metal Leve é uma forte pagadora de dividendos (tradicionalmente 100% do lucro – exceto por 2020, com suas incertezas relacionadas à pandemia), é líder de mercado e com valor descontado em relação ao que julgamos justo. Acreditamos que a empresa sofra penalizações indevidas pelo mercado, por estar ligada a motores de combustão. Mas, no Brasil, a ameaça de veículos elétricos é mínima, e o país se destacará cada vez mais como líder no uso de biocombustíveis (e em híbridos etanol-elétricos), como destacado por representantes de montadoras como Toyota e VW, duas das maiores do mundo.

A seguir, destacamos as oportunidades e fundamentos que sustentam nossa tese de investimentos nos próximos três anos:

- a necessidade de eficiência energética e de veículos mais “limpos” (Proconve 7) demandará, a partir de 2022, maior rigor no controle de emissões. O Programa Rota 2030 traz benefícios fiscais, mas com a contrapartida de reduzir emissões, com veículos mais seguros e eficientes em consumo de combustível. A troca de motores e tecnologias que virá na esteira disso favorecerá a Metal Leve, com a demanda por produtos de maior teor tecnológico e valor agregado;
- recuperação do mercado automobilístico virá com a normalização de cadeia de produção, demanda reprimida e recomposição de estoques. Estima-se a perda de produção de 300 mi unidades este ano, e um grande estoque de veículos semiacabados aguardando componentes eletrônicos para sua conclusão e comercialização no próximo ano;
- frotas velhas exigirão mais manutenção, o que sustentará o mercado de reposição que proporciona as maiores margens;
- o câmbio favorável inibe importações para mercado de reposição de produtos chineses e custos logísticos, e favorece as exportações da Metal Leve;
- a revisão pelas montadoras do conceito de global sourcing, com grande risco de quebra na cadeia de suprimentos devido a problemas em outros países, custos logísticos, e à taxa de câmbio, favorece a nacionalização de componentes, ampliando o mercado para a Metal Leve;
- nacionalização de motores e componentes – exemplo: a Hyundai anunciou a construção de sua primeira fábrica de motores no Brasil, 100% atendido por importações;
- manutenção da política de dividendos – a Metal Leve é historicamente uma das empresas com maior percentual de distribuição de dividendos na B3 para atender as necessidades da Mahle, bem como possibilitado pela forte geração de caixa livre e elevada rentabilidade de suas operações;
- o Brasil pode se tornar exportador de componentes para motores flexfuel, até que países que adotem esta tecnologia consigam implementar fabricantes locais, sendo a Índia um exemplo;
- a Metal Leve e o Grupo Mahle se destacam pelo desenvolvimento de tecnologia, pesquisa e inovação, e serão aliados à indústria nacional para melhorar a eficiência energética, redução de emissões veiculares e uso de combustíveis alternativos, como hidrogênio ou célula de hidrogênio associado ao etanol, vantagem ímpar do Brasil, além do contínuo desenvolvimento da tecnologia flexfuel;
- a empresa ainda deverá receber indenizações relevantes relacionadas a PIS e Cofins, já que os R\$ 98,5 milhões reportados em 2021 se referem a créditos apurados após março de 2017 – ou seja, apenas uma fração do total ainda a ser creditado (em fase de cálculos periciais).

São Martinho-SMT03

A empresa é uma das pioneiras do setor canavieiro no Brasil ainda em atividade. Em 1914, membros da família Ometto, imigrados da Itália, construíram seu primeiro engenho de cana-de-açúcar. Em 1932, passaram a produzir açúcar pela primeira vez na Fazenda Boa Vista, na cidade de Limeira (SP). Em 1949, adquiriram a Usina São Martinho, que deu nome ao grupo e atualmente é a maior usina canavieira do mundo, no município de Pradópolis (SP).

Os predicados que a empresa reúne, em nossa opinião, a tornam referência mundial em rentabilidade, sustentabilidade, emprego de tecnologia e inovação, e governança. Possui capacidade para esmagar 24 milhões de toneladas de cana-de-açúcar em quatro unidades industriais (três em São Paulo e uma em Goiás). Foi concedido a ela o grau de investimento global em 2019 pela agência classificadora de risco S&P. Faz parte, assim, de um bastante seleto grupo de empresas nacionais com este nível de risco e apta a receber financiamentos dos mais exigentes agentes, notadamente de fomento e dedicados a energia limpa.

Seu conjunto de atributos é dificilmente replicável: escala, localização estratégica, proximidade entre as unidades, sinergias agrícolas, baixo raio de proximidade dos canaviais das usinas de moagem, 70% de cana-de-açúcar própria com elevada produtividade, 55 mil ha de terras próprias avaliadas em R\$ 3 bilhões pela consultoria Deloitte em 2014 (hoje, esse valor pode ter dobrado), cogeração de energia de biomassa (925 MWh de capacidade e em processo de expansão em 22%), qualidade do solo, manejo diferenciado dos canaviais através do método MPB-MEIOSI (que proporciona canaviais mais produtivos e longevos), capacidade estática de estocagem de até 80% de etanol e 50% de açúcar, automação agrícola 4.0 através de rede proprietária 4G, permitindo gerenciar a frota através de uma central de operações e emprego de ferramentas de inteligência artificial para manejo dos canaviais e monitoramento dos equipamentos.

Tudo isso gera (e vai continuar a gerar) diversos tipos de ganhos, desde mais eficiência nas operações até redução de custos de produção. Acreditamos que o mercado desconhece a empresa em seus detalhes e acaba colocando-a no escaninho “commodities” e que seu valor de mercado deva refletir então somente a volatilidade dos preços do petróleo, etanol e açúcar.

Um grande equívoco, em nossa opinião. Os resultados diferenciados estão 80% ligados às práticas agrícolas – e no caso da São Martinho, estas são bastante destacadas e difíceis de serem replicadas em grande escala.

O sumário dos resultados financeiros mostra uma evolução positiva em todos os indicadores, destacando que no 2T21 e em 12M21 (balanço encerrado em março de 2021), houve um ganho extraordinário de R\$ 383 milhões relacionados aos precatórios do IAA através da Copersucar (à qual a São Martinho era associada). Este ganho ainda se repetirá por mais 3 exercícios, corrigidos monetariamente, e deverá superar R\$ 400 milhões, antes do Imposto de Renda ainda no atual exercício. A São Martinho possui R\$ 502 milhões em depósitos judiciais relacionados à cobrança de Imposto de Renda destes precatórios, e alega que indenizações judiciais são isentas do IR. Se sua tese prevalecer, tais créditos serão revertidos contra provisão de IR, com impacto no lucro líquido e convertendo-se em caixa.

Em R\$ milhões

Sao Martinho	12M20	12M21	Últ 12M
Receita líquida	3.702	4.322	5.117
EBITDA ajustado	1.857	2.188	2.698
EBITDA Margem	50,2%	50,6%	52,7%
Lucro Líquido	639	927	1.038
Margem Líquida	17,3%	21,4%	20,3%

6M20	6M21	6M22	22/20	22/21
1.525	1.952	2.747	80%	41%
736	968	1.478	101%	53%
48,3%	49,6%	53,8%		
154	448	559	264%	25%
10,1%	22,9%	20,3%		

2T20	2T21	2T22	22/20	22/21
771	926	1.426	85%	54%
388	476	790	104%	66%
50,3%	51,5%	55,4%		
62	332	368	494%	11%
8,0%	35,9%	25,8%		

Caixa	1.962	1.364	1.363
Dívida Total	-4.841	-4.066	-4.618
Caixa (dívida liq.)	-2.879	-2.702	-3.255
Valor de Mercado	5.125	13.714	12.174
EV	8.004	16.416	15.430

P/L	8,0	14,8	11,7
EV EBITDA	4,3	7,5	5,7

EV: Caixa Retranspar

A estratégia para a safra 21/22 (que se encerra em março de 2022), demonstrou-se acertada, privilegiando a produção de etanol sobre o açúcar à razão de 53%/47%. Os resultados da atual safra deverão ser ainda mais positivos até o encerramento, já que, da produção de 995 mil m³ de etanol da atual safra (produção já encerrada), foram comercializados apenas 405 mil m³. Restam 590 mil m³ (ou 59% da produção) a ser comercializada. Os preços encontram-se em contínua elevação, salvo alguma volatilidade, seguindo reajustes da gasolina pela Petrobras.

Quanto ao açúcar, restam ainda 49,3% do volume produzido a ser comercializado, mas com *hedge* de preço a R\$ 1.864/ton (em 6M21 o preço médio realizado foi de R\$ 1.672/ton). No caso do etanol, o preço médio realizado foi de R\$ 3,11/litro (76,7% acima de 6M20), mas já entre agosto e outubro, a média, de R\$ 3,51/litro, já é 12,7% superior aos seis meses iniciais do ano em plena safra. Já estamos na entressafra e o preço do petróleo segue subindo, e o seguem o preço da gasolina e o dólar. Mais para o final desta safra, entre fevereiro e março, antes da nova (22/23), os preços do etanol poderão refletir escassez do produto.



Estes elementos nos deixam otimistas a respeito dos resultados que serão reportados no encerramento do ciclo de 12 meses. A seguir, destacamos as oportunidades e fundamentos que sustentam nossa tese de investimentos nos próximos três anos:

- valor das terras próprias não refletidas pelos demonstrativos e possível objeto de nova avaliação, tornando mais claro o grande valor destas em relação ao valor de mercado da empresa;
- continuidade da evolução tecnológica desenvolvida pela empresa e replicada em todas as unidades e o progressivo ganho agrícola das mesmas e redução de custos operacionais e logísticos;

- possibilidade da introdução de tecnologias disruptivas como o etanol de segunda geração, com o uso da palha, e conversão da vinhaça (subproduto residual) em biometano, de grande valor comercial e ganhos expressivos ambientais. Tal gás poderia substituir o diesel em alguns equipamentos, ser comercializado nas redes de gás canalizado, gerar energia e aumentar os créditos de carbono ou CBIOS que a São Martinho vende para as distribuidoras de combustível;
- crescimento mundial no consumo de açúcar se normalizando entre 1% e 2%, ao passo que a oferta do adoçante não acompanha, devido a conversão para o etanol, problemas climáticos, custos subindo dramaticamente, e baixa rentabilidade histórica inibindo novos investimentos;
- crescente utilização do etanol como biocombustível e introdução da tecnologia flexfuel e híbrida em diversos países. Mais a longo prazo, veículos elétricos poderão usar células de combustível alimentada por etanol;
- Utilização da cana-de-açúcar e etanol em substituição de produtos petroquímicos dentro da agenda ESG, tanto da indústria, como de consumidores, criando um mercado adicional para o setor;
- redução dos investimentos no setor de petróleo, também por questões de ESG, podem levar a uma escalada de preços dos derivados pois a demanda continua a crescer, especialmente em mercados em desenvolvimento, criando condições para aumento da demanda do etanol e aumento de preços;
- Impactos na produtividade dos canaviais em todo o mundo pelo custo de fertilizantes e agroquímicos além da indisponibilidade dos produtos e substituição de canaviais por outras culturas como soja. Tal fato poderá pressionar a oferta de açúcar com reflexos nos preços;
- A São Martinho deverá produzir etanol de milho já em 2022 e abre uma nova frente de crescimento em condições que só o Brasil oferece, em coprodução com a usina de cana, duas safras de milho e uso de energia própria para o etanol de milho, condição inexistente nos EUA.

Estes são alguns fatores positivos para toda a indústria, mas particularmente para a São Martinho, que acreditamos, se transformará em grande pagadora de dividendos e cada vez mais competitiva, sem abdicar do crescimento orgânico.

Kepler Weber – KEPL3

Fundada em 1925, a Kepler Weber é uma companhia brasileira especializada em prover soluções para silos, secadores, máquinas de limpeza, granéis sólidos e diversos componentes. É líder de mercado, com cerca de 40% de *market share*, presença em todo o território nacional, e se posiciona como o one-stop-shop do pós-colheita. Tem fábricas em Panambi (RS) e Campo Grande (MS), com cinco centros de distribuição em regiões estratégicas – o que lhe permite atuar também no segmento de peças e reposições (com maiores margens e recorrência de receitas). É a única empresa no setor a oferecer a seus clientes suporte 24 horas, sete dias por semana.

Os clientes são produtores de grãos, companhias de armazenagem, cooperativas, processadoras de grãos (como empresas de proteínas, óleos vegetais e rações), *tradings* e entrepostos logísticos (ferrovias, hidrovias e portos), com alcance em toda a cadeia agrícola.

A receita da KW de janeiro a setembro veio de: armazenagem (73%), peças e serviços (15%), granéis (2%) e exportação (10%). A marca muito forte, quase sinônimo de silos, é uma grande vantagem competitiva. Com a KW, os clientes precisam pagar boa parte do valor do produto antes da instalação (o adiantamento pode chegar a 90% do valor total) – mas eles preferem pagar esse prêmio pela garantia de entrega: concorrentes com estrutura de capital frágil expõem o produtor ao risco de pagar e ficar sem o silo.

O agronegócio foi um dos setores menos afetados pela pandemia: enquanto o PIB encerrou 2020 caindo 4,1%, o PIB do agronegócio avançou mais de 24%, com participação de 26,6% do PIB total. A desvalorização cambial contribuiu para rebalancear preços de commodities, deixando os produtores brasileiros em uma situação bem favorável. Somado a isto, o déficit brasileiro de armazenagem é de mais de 80 milhões de toneladas, e na safra 21/22 pode passar de 100 milhões de toneladas de grãos. O bom momento do agronegócio tem contribuído para acelerar os investimentos em armazenagem. Mesmo com o aço representando 50% de seus custos, a companhia tem conseguido repassá-los em razão da valorização das *commodities*. Para a KW, se não fossem os altos preços do aço, a margem EBITDA dos últimos 12 meses seria superior a 18% (no 2S21 os preços já se normalizaram e operam com leve tendência de queda).

A seguir, um breve resumo dos resultados da Kepler em R\$ milhões:

Kepler	2019	2020	Últ 12M	9M19	9M20	9M21	∧ 21/19	∧ 21/20	3T19	3T20	3T21	∧ 21/19	∧ 21/20
Receita Líquida	583	671	1.057	404	423	809	100%	91%	150	202	330	121%	64%
EBITDA Ajustado	83	109	145	52	78	114	118%	46%	25	37	60	136%	60%
EBITDA Margem	14,3%	16,2%	13,7%	13,0%	18,5%	14,1%			17,0%	18,6%	18,1%		
Lucro Líquido	37,6	67,7	90,9	16	47	70	326%	50%	16	23	41	159%	79%
Margem Líquida	6,4%	10,1%	8,6%	4,1%	11,1%	8,7%			10,6%	11,4%	12,4%		

Caixa	85	282	159
Dívida Total	-40	-11	-57
Caixa (Dívida Líq)	45	271	102
Valor de Mercado	775	1.000	990
EV	730	729	888

P/E	47,5	20,6	10,9
EV EBITDA	8,3	8,8	6,1

Dado todo este cenário, em 9M21, a Kepler apresentou expressivo aumento de 91% nas receitas – mas o segmento de granéis representou apenas 2% do total faturado (reflexo da sazonalidade natural do negócio, que depende de grandes projetos em terminais portuários). O preço do aço, destacamos, vai se acomodando nos últimos meses, e as margens começam a se recuperar, com o EBITDA alcançando 18,1% no 3T21 (no acumulado dos últimos 12 meses, ficou em 13,7%).

Tomando o 3T21 como base, o EBITDA anualizado chega a R\$ 240 milhões, patamar bem acima dos R\$ 109 milhões reportados em 2020; o lucro líquido, por sua vez, ficou em R\$ 160 milhões – cerca de 130% superior em relação ao ano passado. O múltiplo EV/EBITDA seria de 3,7x e o múltiplo P/L, de 6,2x. Apesar de não haver player comparável na B3, o principal concorrente é a americana AGCO, grupo que possui soluções completas ligadas ao agronegócio, dona da marca de silos GSI e com market cap de US\$ 8,8 bilhões. Comparando os múltiplos, a AGCO negocia com P/L de 12,8x, enquanto a KW está sendo negociada a 10,8x (ou 6,2x, se anualizarmos o lucro do 3T21). Historicamente, a AGCO sempre foi negociada com relação P/L superior a 15x. Há também um desconto ao comparar o P/VP, de 1,4x da KW contra 2,8x da concorrente. Alguns anos atrás, a AGCO tentou comprar a KW (o atual CEO da KW comandava a GSI no Brasil à época).

A companhia tem baixa necessidade de capital, pelo fato de receber boa parte do valor do silo antes ou durante a montagem. Isso permite financiar o processo de instalação com os recursos dos clientes, o que resulta em um ROIC em patamares recorde (56,2% no terceiro trimestre) e uma posição de caixa líquido bem saudável, de R\$ 102 milhões – já considerando a redução de capital de R\$ 278,5 milhões (R\$ 9,18 por ação) ocorrida em outubro.



Acreditamos que a companhia tem um forte potencial de crescimento em rentabilidade, à medida em que intensifica sua atuação em produtos de maior valor agregado (equipamentos para seleção de grãos Seletron e os recém-lançados Secadores KW Max), e se torna menos dependente de contratar grandes projetos ao oferecer serviços com receita recorrente. É o caso do SYNC, plataforma de automação e sensores de ponta que a companhia está embarcando em seus produtos.

Olhando três anos à frente, vemos muitas oportunidades para a empresa. Acreditamos que cada vez mais os excedentes de caixa serão devolvidos aos acionistas – dividendos ou recompra de ações para tesouraria. Neste início de dezembro, foi anunciado um programa para recompra de até 3 milhões de ações (equivalentes a quase 10% do total das ações emitidas). O crescimento do agronegócio brasileiro projetado para os próximos anos, especialmente a produção de grãos, deve pressionar ainda mais o déficit de armazenagem. Daí devem vir mais investimentos em armazenagem.

A seguir, elencamos os principais drivers de crescimento para a Kepler nos próximos 3 anos:

- A tendência da produção de grãos no Brasil é de crescimento por um longo período. Mesmo considerando a capacidade de armazenagem crescendo em linha com o que se viu nos últimos anos, em 2031 o déficit pode superar 250 milhões de toneladas (triplo do atual e equivalente a produção atual de grãos no Brasil). Os investimentos em silos deverão ser consideráveis;
- Além do déficit elevado, cerca de 20% de nossas instalações de armazenamento atuais não possuem termometria e aeração. Abre-se aí espaço para eventuais melhorias e upgrades;
- O aumento dos recursos disponibilizados pelo PCA (Programa para Construção e Ampliação de Armazéns), de R\$ 4,12 bilhões para a safra 2021/22 (84% mais que na safra anterior) e esgotado em pouco mais de um mês, mostra o apetite do mercado por capacidade de armazenagem. Novas modalidades de financiamento como o FIAGRO, deverão complementar a necessidade de recursos para investir em armazenagem e reforma de silos;
- Maior representatividade das peças e serviços permitirão receitas recorrentes e com margens mais elevadas;
- Câmbio desvalorizado favorece os produtores agrícolas, que por sua vez, investem em suas propriedades, em busca de maiores ganhos de produtividade e eficiência; torna também a própria KW mais competitiva no exterior (notadamente na América do Sul e África);

- A implementação da tecnologia SYNC deixará o produtor cada vez mais próximo da companhia, facilitando a venda de peças e reposição e permitirá oferecer um produto cada vez mais premium;
- Os planos de infraestrutura e concessões levantados pelo ministro Tarcísio de Freitas deverão demandar silos e granéis para compor a cadeia logística, incluindo ferrovias e portos;
- Acredita-se que em 10 anos, o milho possa ultrapassar a cana-de-açúcar na produção de etanol. Ao contrário da cana, que precisa ser produzida ao lado da usina, o milho pode ser estocado, podendo uma usina ser construída longe das grandes lavouras. Inclusive para 2022, a Kepler já tem um grande projeto contratado por uma indústria de etanol de milho, no valor de R\$ 46 milhões;
- A produção de etanol deverá atingir 29,2 bilhões de litros na safra 21/22, sendo 3,4 bilhões de etanol de milho – o que demandará cerca de 8,5 milhões de toneladas do grão. Para 2030, estima-se uma produção de quase 10 bilhões de litros – criando demanda por mais 16,5 milhões de toneladas de milho, o que demandará novos silos.

O investimento em Kepler Weber é uma forma de estar exposto ao agronegócio e à logística, tendo diversos segmentos como clientes finais. A empresa está em um processo de transformação, e em linha com o crescimento que o Brasil apresentará em infraestrutura e na produção de grãos, proteínas e biocombustíveis. A gestão tem se mostrado direcionada a criar valor para os acionistas e a remunerá-los nas mais diversas formas.

Agradecemos o apoio de nossos investidores e esperamos retribuir com desempenho consistente e acima do mercado ao longo dos anos.

Equipe de Investimentos

Werner Roger – gestor; analistas: Pedro Resende, Shin Lai, Yuhzô Breyer.



www.trigonocapital.com

Av. Chuchi Zaidan, 1550/2206-7 | 04583-110 - São Paulo - SP