

Cenário Econômico

O mês de agosto deixou ainda mais explícito o impacto que o processo eleitoral exerce sobre a volatilidade dos preços de ativos no Brasil. O nível de incerteza ainda é elevado não só em relação ao resultado das urnas em ambos os turnos, mas também em relação à capacidade de cada um dos candidatos obter apoio legislativo para implantar seu plano econômico. Os mercados estão observando de perto as chances de sucesso de programas de governo que deem continuidade ao processo de ajuste fiscal, a serem implantados a partir do próximo ano. Na nossa visão, o equilíbrio sustentável das contas públicas, maior risco para a economia local, é o principal ponto de atenção nestas eleições.

Como pontos positivos, nesse sentido, é possível observar que a sustentabilidade fiscal é pauta de todos os planos econômicos em discussão, ainda que com propostas de soluções diferentes, e que o Congresso deve continuar majoritariamente com viés político de centro-direita e consciente da necessidade dos principais ajustes. Estes dois temas contribuem para uma perspectiva positiva de médio prazo para o país, mesmo diante do desafio atual. Soma-se a isto, hoje, os fundamentos de atividade econômica e contas externas, que devem determinar no longo prazo os retornos de ativos e que, atualmente, passam uma mensagem mais otimista do que os preços de mercado refletem.

O crescimento do lucro das empresas de capital aberto, disseminado por todos os setores, é um bom exemplo. As 65 empresas que compõem o Índice Bovespa apresentaram um lucro líquido consolidado nos últimos doze meses de R\$ 152 bilhões com base nos números de junho, um crescimento de 46% quando comparado ao mesmo indicador um ano atrás, equivalente a R\$ 104 bilhões, ou 5,8 vezes o valor dos apenas R\$ 26 bilhões observados em 2016. Contudo, o valor de mercado destas empresas seguiu uma dinâmica diferente. No fechamento de agosto deste ano o mercado atribuiu um valor de R\$ 2,5 trilhões ao conjunto destas empresas, apenas 6% acima do mesmo indicador um ano atrás e 1,2 vezes o valor observado em 2016.

De modo geral, o aumento dos lucros é reflexo de uma melhora no nível de atividade da economia que lentamente sai da recessão, bem como de melhores níveis de rentabilidade de companhias que aproveitaram o momento para efetuar melhorias de processos, estrutura e controle de gastos. As recentes quedas de preços de ações, por sua vez, refletem maior prêmio de incerteza sobre a política local e a pressão por fluxo internacional de investidores deixando mercados emergentes como um todo. Natural considerar, portanto, que essa incoerência entre fundamentos e preços no mercado de ações pode ser uma oportunidade.

Na economia real, há sinais claros de alento à atividade para o ano, especialmente do componente mais consistente da demanda, o consumo das famílias. Representando mais de 60% do PIB, o gasto das famílias brasileiras supera a recessão e se mostra mais resiliente que os demais componentes. Com a taxa de desocupação lentamente cedendo, do auge de 13,7% no primeiro trimestre de 2017 para 12,3% atualmente, e o comprometimento da renda com serviço da dívida caindo 150bps no mesmo período, para 20,3% atualmente, as famílias vão aos poucos consumindo

mais, mesmo que a demanda por bens de maior valor como imóveis e bens duráveis ainda seja tímida.

A decepção com o crescimento do PIB neste ano advém principalmente das inicialmente elevadas expectativas de crescimento dos investimentos das empresas, ou Formação Bruta de Capital Fixo. Conforme destacamos neste espaço anteriormente, este componente é muito sensível aos níveis de confiança do empresariado que, desde o final do ano de 2017, está relativamente estagnado à espera da definição da política econômica do país. Dentro deste cenário, é razoável esperar que, quando isto acontecer, o horizonte de planejamento será estendido, facilitando, independente do cenário, o crescimento deste componente.

Em vista da recente desvalorização do Real, por fim, é importante também destacar neste momento as fortalezas que são as contas externas brasileiras. Segundo dados do Banco Central, o total da dívida externa bruta, que compreende o saldo de dívidas financeiras do setor privado e público denominadas em moeda estrangeira, estava em US\$ 323 bilhões em março deste ano, data da última medição. Nesta mesma data o saldo de reservas internacionais, que compreendem apenas os ativos externos disponíveis mantidos pelo próprio Banco Central, a fim de financiar eventual déficit do balanço de pagamentos, acumula o saldo de US\$ 380 bilhões, mais que o suficiente para liquidar toda a dívida externa dos residentes do país. Já o déficit de transações correntes, que hoje corresponde a 0,8% do PIB, é mais do que compensado pelo fluxo de investimento direto no país, próximo de 3,2% do PIB.

Estes dois indicadores, aliados a uma expectativa de estabilidade da inflação, justificam uma maior solidez do valor relativo da nossa moeda, ao contrário do que o mercado tem precificado. Em outras palavras, ao contrário da Turquia, que após conflito diplomático com os EUA foi vítima de uma leva de tarifas e tem fragilidade externa relevante, ou Argentina, onde a recuperação econômica tardou e o Banco Central foi obrigado a elevar juros para evitar fuga de capitais, não vemos, no Brasil, razão para uma perda de mais de 20% no valor de sua moeda este ano. Fica claro, portanto, que o recente comportamento da moeda brasileira é mais consequência de um movimento generalizado do dólar perante moedas emergentes que de algo específico do Brasil.

Em notas passadas já destacamos o tamanho do desafio fiscal para atingir o equilíbrio das contas públicas do país. As expectativas divulgadas nas pesquisas do Banco Central são de um equilíbrio do resultado primário apenas no ano de 2022. Ainda assim, com reformas e maior previsibilidade, há fundamentos positivos na economia brasileira que sustentam boas perspectivas de retornos no médio e longo prazos. Portanto, as quedas recentes de preços como reflexo de medo, incerteza e fluxo internacional são, na nossa visão, oportunidades. A disciplina de investimentos significa, nas palavras de Warren Buffett, saber ser medroso quando os outros são gananciosos, e ganancioso quando os outros têm medo. O momento parece oportuno, em nossa visão, para os investidores lembrarem deste ensinamento.

Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	6,50%
CDI – Acumulado	6,27%
IPCA – Acumulado	4,11%
Crescimento do PIB	1,50%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps	-3,70%	-10,56%	-3,35%	137,2%
JMalucelli Marlim Dividendos	-7,03%	-1,44%	7,31%	130,6%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	-3,21%	0,36%	8,25%	17,9%
IBX-50	-3,08%	0,65%	8,57%	31,2%
Índice Small Caps	-4,25%	-8,44%	-2,33%	52,3%
Índice Dividendos	-3,70%	-3,80%	0,29%	64,6%

Small Caps – Comentário Mensal

O mês de agosto não foi positivo para ações *small caps* em geral. Na maioria das vezes, estas empresas são menores, com atuação concentrada no mercado local, o que as deixa mais sensíveis aos ciclos econômicos do país. Estes fatores não têm atraído muito interesse de investidores neste período de desvalorização do Real e economia nacional ainda em ritmo fraco, levando o Índice Small Caps para retornos de -4,3% no mês, enquanto nosso fundo JMalucelli Small Caps, que não tem passado ileso, apresentou rentabilidade de -3,7%.

Em momentos em que a percepção de risco aumenta e vemos desvalorizações generalizadas em ações, é fundamental termos ainda mais clareza dos fundamentos de cada uma das empresas das quais somos sócios. Os preços baixos deixam oportunidades e, mesmo em um período como agora, em que o dólar se fortalece frente outras moedas, existem boas opções de investimento em empresas de menor capitalização. As empresas exportadoras de *commodities*, por exemplo, não são as únicas que se beneficiam da alta do dólar. Temos em carteira hoje três bons exemplos de

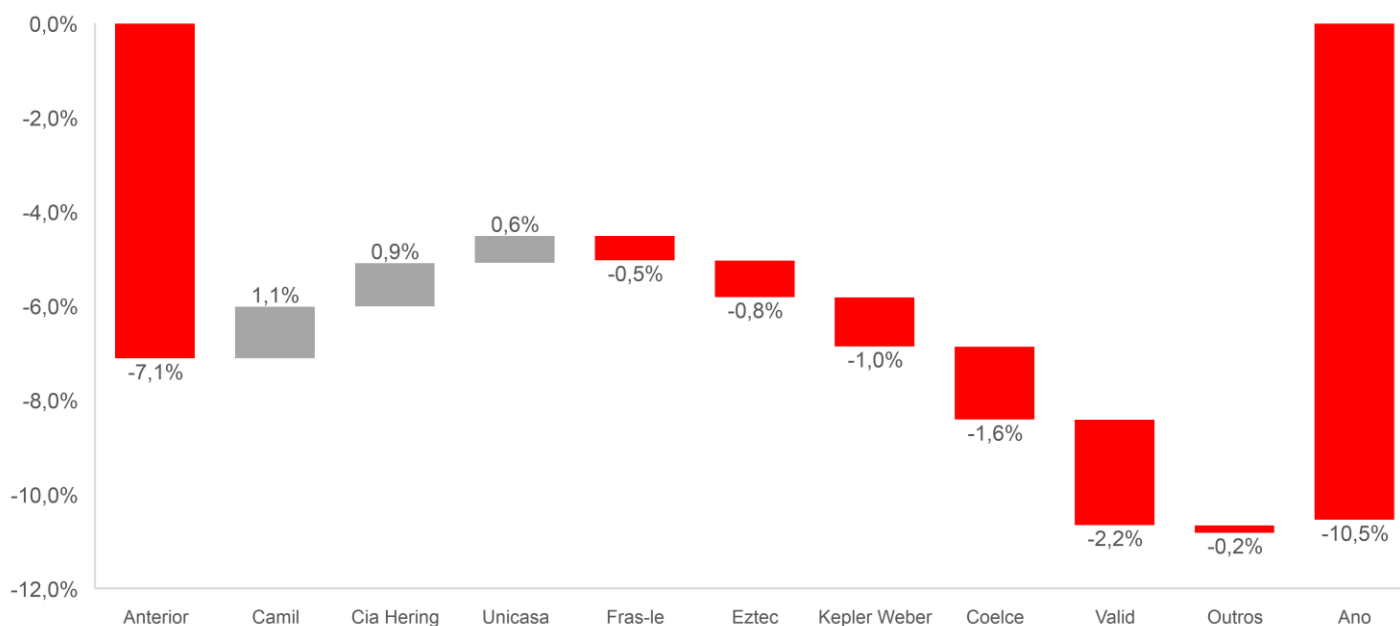
empresas que são beneficiadas diretamente da desvalorização da moeda local, cada uma com sua dinâmica específica.

A primeira e mais relevante é a Fras-le. A companhia, que na década de 1960 começou suas primeiras exportações, segue implementando seu projeto de internacionalização. Nas últimas décadas muito trabalho já foi dispendido para estruturar a presença, através de fábricas, canais de vendas e escritórios em seis continentes. Atualmente, aproximadamente 55% da receita líquida da empresa é proveniente do mercado externo e denominada em moeda estrangeira, enquanto os custos de fabricação ainda são preponderantemente denominados em reais. Esta dinâmica traz resultados imediatamente melhores para a companhia neste cenário de desvalorização do Real.

Em segundo lugar, destacamos a companhia Valid Soluções, que vem desenvolvendo com sucesso o plano de expansão do segmento de identificações nos EUA. Após a consolidação dos serviços no estado de Washington, a empresa brasileira avança sobre outros estados e em 2018 já anunciou assinatura de novos contratos em Vermont e Providence. Além desta nova frente em identificação, a Valid já possui presença internacional em outros segmentos como, por exemplo, emissão de cartões de crédito e débito e na confecção de chips para celular. Todos os negócios internacionais geraram em 2017 uma receita de R\$ 670 milhões, ou seja, 44,9% da receita líquida da companhia.

Por último, compartilhamos o recente comunicado da Unicasa, empresa ligada ao setor de móveis planejados, dona de marcas conhecidas como Dell Anno e Favorita, que anunciou a assinatura de um contrato de exclusividade para distribuição de uma linha de produtos no mercado dos Estados Unidos com a intenção mínima de compra de US\$ 7 milhões ao ano pelo prazo de 10 anos. Esta receita advinda do mercado norte americano representa um incremento de aproximadamente 20% da receita total da companhia aos níveis de preços atuais. A Unicasa, além disso, se assemelha muito ao case da Fras-le no tocante à estrutura de custos, pois também possui grande parte dos seus custos denominados em reais.

Parafraseando o grande investidor Peter Lynch: “Por trás de cada ação há uma empresa. Descubra o que ela está fazendo”. É descobrindo o que cada empresa está fazendo que nós, na JMalucelli Investimentos, agregamos valor aos nossos cotistas.

Small Caps – Atribuição de Performance

Dividendos – Comentário Mensal

No mês de agosto, acrescentamos uma nova empresa na carteira do JMalucelli Marlim Dividendos, com a conclusão do investimento em ações da Qualicorp. A empresa é líder na comercialização e administração de planos de saúde coletivos e serviços em saúde. Os planos de saúde coletivos representam o principal acesso da população brasileira à assistência médico-hospitalar privada. Do total de 47 milhões de consumidores que possuem planos de saúde contratados, cerca de 38 milhões são vinculados a planos de saúde coletivos, sendo 6 milhões por adesão.

Os planos coletivos por adesão – batizado de afinidades pela companhia – surgiram como uma opção para o público que quer fugir do deficiente sistema de saúde público, mas não é elegível para a cobertura de um plano empresarial e não encontra ou considera muito caro o plano de saúde individual. Este segmento, responsável por aproximadamente 90% da receita da companhia em 2017, é um modelo que reúne as pessoas em grupos a partir de sua profissão ou área de atuação, em parceria com associações ou entidades de classe. Com a escala dessa coletividade é possível negociar junto às operadoras de planos de saúde planos com condições melhores do que as disponíveis nos planos individuais.

Desde o seu IPO em 2011, a Qualicorp comprou várias empresas do setor e se consolidou como a maior administradora de benefícios do mercado, registrando um crescimento médio anual de 21,2% da receita líquida, que atingiu R\$ 2,0 bilhões ao final de 2017. A receita da companhia, já líquida do prêmio mensal repassado às operadoras, é composta, principalmente, pela taxa de administração mensal, pela corretagem e pelo agenciamento de novas vidas junto às operadoras.

Com um modelo de receitas recorrentes e uma estrutura com poucos ativos, a companhia possui um negócio altamente escalável com uma alta taxa de conversão em fluxo de caixa livre, devido à reduzida necessidade de reinvestimento e à dinâmica de capital de giro negativo, uma vez que recebe dos beneficiários antes de pagar às operadoras, o que permite a manutenção de elevados pagamentos de dividendos aos acionistas.

Enquanto a estrutura de custos da Qualicorp não é impactada pela sinistralidade – relação entre as mensalidades e as despesas geradas pela assistência disponibilizada aos beneficiários – das operadoras de planos de saúde, sua receita, na forma de taxa de administração, é atrelada aos reajustes de preços que tendem a rastrear a inflação médica, derivada dos aumentos dos custos médicos, do maior investimento em tecnologia, do envelhecimento da população e do excesso de uso dos serviços.

Fatores de conjuntura, como a lenta recuperação da atividade, além de dúvidas a respeito de possíveis mudanças regulatórias do setor, com probabilidade remota de efetivação, pressionaram o valor de mercado da companhia nos últimos meses, que caiu de R\$ 8,9 bilhões no final de 2017 para R\$ 4,7 bilhões no final de agosto – uma queda de aproximadamente 50%. Compramos Qualicorp para o fundo Marlim Dividendos pois acreditamos que a empresa está suficientemente descontada e nos oferece uma perspectiva de um elevado *dividend yield*, ao redor de 6% ao ano, com elevadas barreiras de entrada e baixa necessidade de reinvestimento.

Dividendos – Atribuição de Performance

