

## Cenário Econômico

O mês de fevereiro começou com uma volatilidade acima da média e do esperado por grande parte dos investidores. Este movimento, que levou a uma queda de -4,7% do Ibovespa nos primeiros nove dias do mês, foi absorvido com naturalidade e revertido dentro do próprio mês, com o índice fechando fevereiro com rentabilidade de 0,5%. Consideramos um evento importante para lembrar a todos que os elevados retornos que estamos vivenciando nos últimos meses não são isentos de riscos pelo caminho e a baixa volatilidade que vem sendo observada não deve perdurar para sempre. Como investidores de longo prazo, gostamos de períodos voláteis para aumentar posições em períodos de queda de preços, quando estes ocorrem.

O aumento de volatilidade foi também um teste importante à hipótese de que os mercados ficaram complacentes demais e que estamos vivendo uma bolha financeira prestes a estourar ao primeiro sinal de turbulência. Dentro deste cenário, reforçamos nossa visão de que não estamos em um momento de euforia irracional e de que a melhora de fundamentos continua a suportar os retornos que vemos no Brasil e tem fôlego para justificar bons retornos em 2018. Nesse sentido, sabemos que elevados retornos podem ser seguidos por janelas de retornos menores, mas entendemos que eventuais excessos serão corrigidos sem prejuízo aos retornos de longo prazo.

Nos fundamentos da economia brasileira, vimos em fevereiro o anúncio do que deve ter sido o último corte da taxa de juros neste ciclo acomodatório do Banco Central. Importante destacar que, ao reduzir a Selic para 6,75% e deixar em seu comunicado a porta aberta para eventual corte adicional, os dirigentes do Banco Central deram continuidade a uma comunicação transparente e precavida com o mercado. Atribuímos a esta boa comunicação, fundamental em um sistema de metas de inflação, parte relevante do mérito pela ancoragem das expectativas de médio prazo dos agentes econômicos, que hoje acreditam que a inflação estará dentro da meta em todo o horizonte de projeções.

A queda nos juros correntes foi acompanhada em fevereiro por novas quedas em toda a estrutura a termo da taxa de juros. Os contratos com vencimentos de 2023 até 2029, por exemplo, caíram em média 16 pontos base. Ao mesmo tempo, vimos uma queda na inclinação da curva de juros, mais acentuada no Brasil que em outros países, por um motivo técnico. Na última sexta-feira do mês, o Conselho Monetário Nacional anunciou uma mudança na regulamentação de fundos de previdência e seguradoras, permitindo um prazo médio menor para a *duration* das carteiras, que hoje, por ser longo, gera demanda por contratos derivativos como proteção e impacta a precificação deste mercado em comparação ao mercado de títulos públicos. Os efeitos desta mudança, que teria impacto gradual a partir de setembro, foram ao menos em parte antecipados com a venda de derivativos longos por parte do mercado. O diferencial de juros entre os contratos com vencimento em 2029 e 2023, por exemplo, caiu de 83 para 78 pontos base nos dias após anúncio.

No âmbito inflacionário, a divulgação do IPCA de janeiro abaixo do esperado, com alta de 0,29% no mês, mostra que a inércia inflacionária terá um protagonismo maior na definição de preços deste ano. O reajuste salarial médio, conforme pesquisa da FIPE, mostrou um repasse anual de apenas 3,1%, semelhante ao que, em nossa visão, deve ser observado nos aluguéis. Soma-se a isto a

expectativa atual de uma produção agrícola novamente elevada, o que é positivo para as empresas do setor e deve amenizar pressões de alta sobre os preços no curto prazo. Importante ressaltar, porém, que é real o risco de altas nos preços de alimentos pressionarem a inflação ao consumo e os níveis dos reservatórios de água do Sudeste, em níveis historicamente baixos, impactarem os preços de energia elétrica. Tais eventos possuem probabilidade não desprezível e podem impactar a inflação ainda em 2018.

Com a demora na implementação de um ajuste fiscal efetivo, o Brasil sofreu mais um rebaixamento de sua nota de crédito em fevereiro. A agência classificadora de risco Fitch Ratings reduziu a nota brasileira para BB- citando as dificuldades relacionadas à Reforma da Previdência, cujas chances de aprovação nesta gestão foram reduzidas a zero ao longo do mês com o anúncio de intervenção militar no Estado do Rio de Janeiro. Embora não tenham sido surpresas e não tenham causado grande impacto nos preços de ativos, estes fatos aumentaram a tensão entre os Poderes Executivo e Legislativo. O presidente da Câmara dos Deputados afirmou não ter sido previamente consultado sobre a intervenção em seu Estado e elevou o tom após o Ministério da Fazenda, uma vez postergado o ajuste na previdência, sugerir qual deveria ser a pauta prioritária do Congresso. Ao envolver diferentes presidenciáveis que pleiteiam o protagonismo de uma agenda de centro em uma disputa política polarizada ainda aberta, eventos como estes merecem ser acompanhados de perto nos meses que antecedem às eleições.

Como contraponto positivo, o mês de fevereiro mostrou que, apesar da dificuldade de implantar reformas estruturais, a conjuntura vem ajudando o resultado fiscal brasileiro. Os últimos dados de arrecadação divulgados surpreenderam positivamente analistas e mostraram, no primeiro mês do ano, um superávit do setor público consolidado de R\$ 46,9 bilhões, acima das estimativas do mercado. O resultado em doze meses, porém, permanece negativo, com um déficit ainda próximo de R\$ 100 bilhões.

No ambiente externo, o debate sobre a reversão de política monetária das grandes economias continua como o principal tema. O novo presidente do FED discursou perante o congresso norte-americano e deu indícios de uma postura mais cautelosa com relação a um superaquecimento da economia, principal motivo do aumento das probabilidades implícitas de três ou quatro elevações nos juros este ano. De modo geral, observamos com cautela os acontecimentos recentes na política fiscal americana e projetamos um cenário de inflação crescente e dólar desvalorizado nos próximos anos.

Dentro deste cenário, considerando o *yield* atual, o alongado perfil de *duration* das carteiras de renda fixa em títulos públicos americanos e o tamanho deste mercado relativo ao total de ativos financeiros globais, acreditamos que o aumento mais rápido ou mais intenso do que o esperado na política de juros nos Estados Unidos é o maior risco para preços de ativos ao redor do globo. Apesar disto, ou até em decorrência deste risco, gestores com mandatos de investimento internacionais têm aumentado as apostas em economias emergentes, dentre elas a brasileira, sustentando um fluxo positivo que reforça a nossa visão favorável para a economia local e o desempenho de ativos de risco, especialmente ações, no Brasil em 2018.

## Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	7,25%
CDI – Acumulado	6,72%
IPCA – Acumulado	4,04%
Crescimento do PIB	2,80%

## Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	5,9%	9,3%	56,3%	189,8%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	1,3%	9,2%	32,1%	155,4%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	0,5%	11,7%	23,6%	31,3%
IBX-50	0,4%	12,2%	24,7%	46,2%
Índice Small Caps	-0,4%	4,0%	28,2%	72,9%
Índice Dividendos	-0,6%	9,2%	14,6%	86,9%

## Small Caps – Comentário Mensal

Após um início de mês turbulento, o Índice Bovespa encerrou fevereiro com rentabilidade de 0,5%. O JMalucelli Small Caps, por sua vez, teve rentabilidade positiva equivalente a 5,9%, consequência do desempenho positivo de ações de diferentes empresas, como Unipar Carbocloro, Coelce e Frasle. Como contribuição negativa, permaneceu em fevereiro a pressão de venda sobre as ações de Kepler Weber, o que aumenta o potencial esperado para esta posição no longo prazo.

Com a rentabilidade mensal de 33,6% das ações preferenciais da Unipar Carbocloro, o papel acumula um ganho de 533% nos últimos doze meses. Após receber uma nota de crédito bastante positiva da agência Fitch, equivalente a AA- na escala nacional, a companhia aprovou nova emissão de debêntures para otimizar sua estrutura de capital e continuar aproveitando a retomada do setor industrial, que impulsiona a demanda pelos produtos de cloro e soda.

O desempenho da Coelce, por sua vez, foi beneficiado por dois eventos de grande relevância, em nossa visão. O primeiro foi a divulgação dos resultados da companhia em 2017, período em que, mesmo com queda de 1,3% no volume vendido, o lucro cresceu 10%. O segundo fator, por sua

vez, foi a elevação do *rating* da companhia pela agência S&P, que atribuiu a ela a mais elevada nota nacional, brAAA.

A divulgação dos resultados da Coelce, aliada à clareza da dinâmica do setor, nos permite não só observar o resultado alcançado, mas também calibrar com assertividade as estimativas para os próximos anos. As distribuidoras de energia elétrica são concessionárias públicas, ou seja, ao invés de deter arbítrio sobre os preços dos seus produtos a fim de buscar sucesso em mercados competitivos e de livre entrada, oferecem bens considerados de utilidade pública em troca de uma garantia de remuneração adequada a seus investimentos. No caso da Coelce, a disponibilização de energia elétrica a empresas e domicílios é remunerada através de uma tarifa pré-estabelecida pela agência reguladora, Aneel.

A definição de tal tarifa é feita através de contratos de concessão de longo prazo, de forma que as concessionárias obtenham receitas suficientes para cobrir seus custos operacionais e uma remuneração adequada sobre os investimentos em capital fixo que realizam, os quais devem assegurar a abrangência e a qualidade da prestação de serviços. Importante observar, nesse sentido, que a Coelce atingiu em 2017 o recorde de R\$ 716 milhões em investimentos, valor 33% maior que o realizado no ano anterior.

A Coelce não só atende a todas as exigências e padrões estipulados pela Aneel como também é recorrentemente referência em qualidade, aspecto evidenciado pelas premiações recebidas ao longo dos anos. Com base nisto, são bastante positivas nossas expectativas para o próximo reajuste tarifário anual, que terá impacto sobre as tarifas a partir de abril de 2019 e deve incorporar elevado volume de investimento e melhorar ainda mais a geração de caixa da empresa, cujas ações, em nossa visão, permanecem com elevado potencial de valorização.

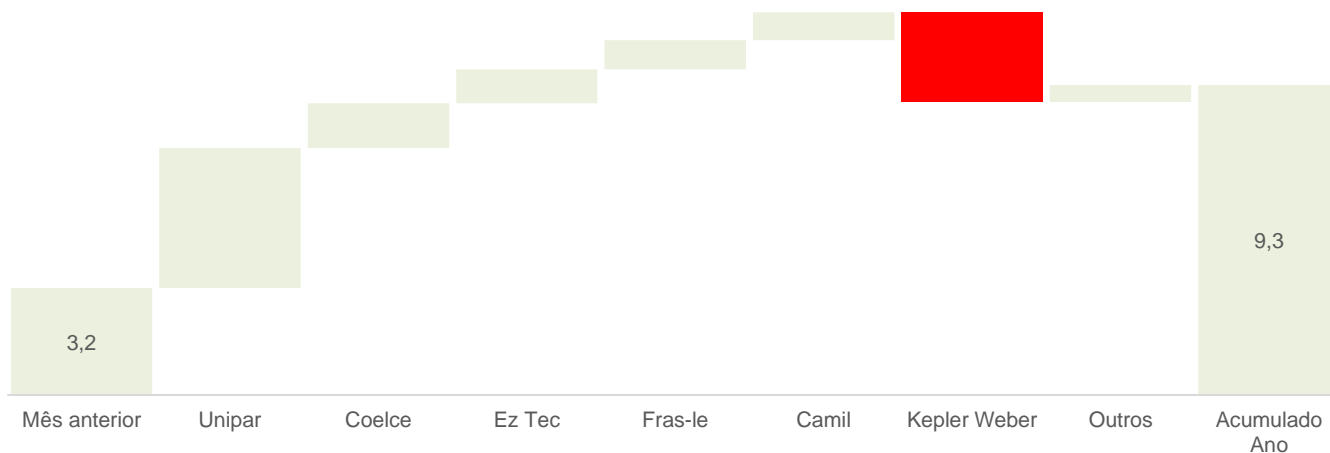
Em relação à Fras-le, que encerrou o mês de fevereiro com rentabilidade de 7,7%, estamos vendo indicadores de retomada do setor automobilístico brasileiro e de outros países de atuação, como Argentina. As expectativas de crescimento das montadoras da região renovaram os ânimos dos produtores de peças e sustentam a última previsão de crescimento divulgada pela administração da companhia, de até 30% no faturamento líquido para 2018, atingindo R\$ 1,1 bilhão. O valor de mercado da companhia também está bastante aquém do que consideramos justo.

Em meio a pontos positivos e rentabilidades atraentes, o segundo mês de performance negativa das ações da Kepler Weber também merece destaque. Com contínua pressão vendedora desde o mês passado, as ações da empresa encerraram o mês com uma rentabilidade negativa de -20% por uma razão que, em nossa visão, pode ser considerada excelente para um investidor de longo prazo. A queda recente, pouco ligada aos fundamentos da companhia, é resultado de situações específicas de poucos acionistas, os quais foram a mercado vender grande quantidade de ações em um curto período de tempo. Como o volume a ser vendido era superior à liquidez normal das ações, a pressão de venda resultou em cotações mais baixas, sem qualquer impacto na atratividade da empresa.

A Kepler Weber é líder no mercado nacional de equipamentos para armazenagem e beneficiamento de grãos. Seus produtos são reconhecidos por agricultores, cooperativas e *tradings* agrícolas por sua qualidade e tecnologia. De modo geral, nossa tese de investimentos na empresa é pautada pelo enorme potencial de crescimento na venda deste produto e no posicionamento favorável da companhia para se aproveitar disto. O Brasil é o segundo maior exportador de alimentos do mundo e deve responder por 40% do aumento na produção mundial de alimentos, estimado em 56% nos próximos 30 anos.

Com produtos de reconhecida qualidade pelo mercado, capilaridade de vendas e capacidade instalada atualmente subutilizada, a Kepler está bem posicionada para aproveitar este crescimento. Os crescentes recordes de produção agrícola e a parceria com o Rabobank para oferta de financiamentos competitivos para compra de equipamentos, por exemplo, prometem dar impulso para o faturamento da empresa. Dentro deste cenário, a diluição de custos e despesas conforme a capacidade instalada é utilizada e a estabilidade no preço do aço, componente importante em sua estrutura de custos, devem alavancar o impacto deste crescimento sobre o resultado líquido, beneficiando acionistas e revertendo os efeitos recentes da pressão vendedora sobre suas ações.

## Small Caps – Atribuição de Performance



## Dividendos – Comentário Mensal

O JMalucelli Marlim Dividendos encerrou o mês de fevereiro com rentabilidade de 1,3%. Além das rentabilidades de Unipar Carbocloro e Coelce, comentadas acima, obtivemos bons resultados em outras posições, como, por exemplo, Itaúsa. As ações da *holding* controladora do Banco Itaú se valorizaram 4,9% em fevereiro, mês em que foram divulgados os resultados da companhia.

A Itaúsa é uma empresa que detém participações em diferentes negócios, como Itaú Unibanco, Duratex, Alpargatas, Nova Transportadora do Sudeste e Elekeiroz. A principal exposição, de longe,

é o investimento em ações do Itaú Unibanco, que corresponde a mais de 96% do valor de mercado das posições detidas pela *holding*. O objetivo para frente é diversificar gradativamente a exposição a outros setores, com a possibilidade de atingir 10% do portfólio no médio prazo.

Com um lucro que superou R\$ 23 bilhões, o Itaú Unibanco apresentou no ano de 2017 um retorno sobre o patrimônio líquido de 19,7%. A participação da Itaúsa equivale a 37% do capital da companhia, cujo valor de mercado hoje está acima de R\$ 330 bilhões. O valor desta participação, portanto, equivale a R\$ 125 bilhões, muito superior ao valor de mercado de Itaúsa, equivalente a apenas R\$ 99 bilhões.

Dentro deste cenário, a má precificação do mercado nos traz a segurança de investir no maior e mais lucrativo banco privado brasileiro por 77% do seu valor de mercado. De modo geral, este desconto se justifica, na opinião do mercado em geral, pelo risco de a *holding* reinvestir mal os dividendos que recebe dos negócios em que investe. O histórico, porém, nos mostra que isto não vem acontecendo. Nos últimos cinco anos, por exemplo, os dividendos distribuídos anualmente aumentaram 30%, mantendo o *yield* de proventos recorrentemente ao redor de 5,5%, mesmo após a recente alta das ações.

Importante destacar, além disso, que a recente distribuição recorde de dividendos por parte do Itaú Unibanco foi seguida do anúncio de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio por parte da Itaúsa, garantindo aos acionistas uma remuneração de R\$ 0,88 por ação pelos resultados de 2017, equivalente a um *yield* de 6,7% sobre o fechamento de fevereiro. Além disso, os acionistas que desejarem alocar estes recursos na própria Itaúsa poderão fazê-lo por meio do aumento de capital anunciado pela empresa, no qual terão a oportunidade de subscrever novas ações com um desconto de 40% sobre o atual valor de mercado. Certamente, aproveitaremos esta oportunidade para aumentar nossa posição em uma empresa que combina, entre outras coisas, previsibilidade de geração de caixa, segurança e elevada rentabilidade.

## Dividendos – Atribuição de Performance

