

## Cenário Econômico

O mês de novembro trouxe mais sinais de recuperação da economia local, alinhados a melhoras nas expectativas gerais para o próximo ano. A conclusão do ciclo eleitoral foi bem recebida pelo mercado local, com uma alta de 2,4% do Índice Bovespa e quedas nos contratos de juros futuros, especialmente nos vencimentos mais longos, acima de cinco anos, com quedas entre 22 bps e 35 bps. No cenário internacional, o movimento de correção de preços nos mercados de ações e de *commodities* manteve a cautela entre os investidores até o final do mês, quando a indicação de menores elevações nos juros norte-americanos e a possível trégua na guerra comercial entre Estados Unidos e China impactaram positivamente os mercados de ações e de juros. O Índice S&P 500 encerrou o mês em alta de 1,8% e as taxas dos títulos de dez anos voltaram para níveis abaixo de 3% ao ano.

Com a proximidade da posse do novo governo, a gravidade da situação fiscal no Brasil já pesa sobre os ombros da próxima equipe econômica. O custo do fracasso na condução das reformas é grande demais para a sociedade, sendo fundamental que o país defina bem suas prioridades. O fracasso em ajustar as contas públicas significaria um retrocesso à estabilidade econômica e à geração de renda alcançadas nos últimos vinte e cinco anos. Um colapso fiscal gera não só uma paralisação no fornecimento de serviços básicos, mas também uma potencial volta da inflação descontrolada. Basta revisitar os livros de história ou olhar para nossos vizinhos para entender como isto pode ocorrer.

O mercado acompanha atentamente este processo porque o presidente eleito, que começará seu mandato carregando o peso desta responsabilidade, ocupa o mais alto cargo da administração executiva do país sem nunca ter sido administrador. Como contrapartida à sua notória falta de conhecimento econômico, Jair Bolsonaro busca rodear-se de uma equipe técnica experiente e vem buscando nomes qualificados para compor os demais cargos ministeriais. Seu maior desafio será impor uma nova forma de governar – recusando ceder cargos em troca de apoio legislativo – em um momento em que precisa de apoio para aprovar mudanças constitucionais que podem ser vistas como impopulares, como a reforma da previdência.

Compreensível, portanto, o ceticismo por parte dos investidores internacionais com relação à nossa capacidade de superar esta crise. O fluxo estrangeiro na bolsa de valores acumula saída líquida superior a dez bilhões de reais no ano e ainda não dá sinais de reversão. O investidor local, por sua vez, entende que o país passa por um processo de amadurecimento e vê nesta mudança de política econômica uma janela de oportunidade para combinar crescimento e uma agenda de reformas microeconômicas e macrofiscais, com expansão saudável de crédito e renda. Os preços dos ativos atuais, portanto, ainda oferecem uma oportunidade para expressivos ganhos em ações caso a confiança se mantenha e esse cenário se concretize.

Por enquanto, há motivos para acreditar no melhor cenário. A economia continua demonstrando sinais consistentes de recuperação, com dados divulgados apontando para uma expansão anual no setor de serviços, mais sensível ao ciclo econômico e representativo na economia, revertendo a sequência negativa dos últimos três anos.

O mercado de crédito também mostra sinais positivos. O estudo publicado pelo Banco Central neste mês aponta que as taxas médias de juros continuam cedendo, em especial às pessoas físicas. O mesmo movimento é visto no nível de inadimplência, que atinge mínimas históricas para recursos livres, equivalentes a 4,9% para pessoas físicas e 3,0% para pessoas jurídicas.

As expectativas dos analistas em geral, por fim, são otimistas. O Relatório Focus compilado pelo Banco Central apresenta uma expectativa de inflação abaixo da meta e um PIB crescendo ao menos 2,5% no próximo ano. Dentro deste cenário, o mercado de juros precifica aumentos graduais da taxa de juros em 2019, condizentes com um cenário de estabilidade monetária. Qualquer nova informação que aponte para um cenário de mais crescimento com inflação sob controle, porém, pode resultar em quedas nas expectativas de juros se a taxa de juros de equilíbrio se mostrar menor que o esperado hoje.

De nossa parte, reforçamos nossa expectativa de melhores resultados para as boas empresas em que investimos através dos fundos de ações, que devem apresentar bons fundamentos nesta fase de recuperação do ciclo econômico e de crédito. Uma retomada da economia do país deve trazer consigo a retomada dos investimentos, que, em um cenário de juros baixos, beneficiará também, além das ações de boas empresas com retornos superiores aos seus custos de capital, ativos de crédito privado.

## Projeções

Indicador	2018	2019
Meta Selic – Fim do Período	6,50%	8,00%
CDI – Acumulado <sup>1</sup>	6,39%	6,80%
IPCA – Acumulado	4,30%	4,40%
Crescimento do PIB	1,50%	3,00%

<sup>1</sup> Atualizado em dezembro/2018

## Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	3,3%	7,1%	12,3%	184,1%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	5,1%	8,1%	11,7%	152,9%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	2,4%	17,1%	24,4%	37,7%
IBX-50	2,2%	17,0%	24,2%	52,5%
Índice Small Caps	4,8%	5,9%	13,4%	76,2%
Índice Dividendos	7,3%	15,2%	20,9%	97,1%

## Small Caps – Comentário Mensal

O JMalucelli Small Caps voltou a apresentar resultados positivos em novembro, acumulando alta de 7,15% em 2018. Como destaque do mês, além da continuidade da recuperação das ações da Kepler Weber, sobre a qual escrevemos nos últimos relatórios, vimos a divulgação dos resultados referentes ao terceiro trimestre da Unicasa, os quais corroboram nossa tese de investimento e contribuem positivamente para a rentabilidade do fundo neste momento.

A Unicasa, uma das maiores fabricantes de móveis planejados do Brasil, vem apresentando uma gradual e recorrente melhora nos resultados, em linha com o que esperávamos quando realizamos o nosso investimento. A nossa tese, bastante simples, está pautada no potencial de geração de caixa da companhia a partir de medidas de redução de despesas com vendas. Qualquer aumento de receita é um upside adicional aos preços.

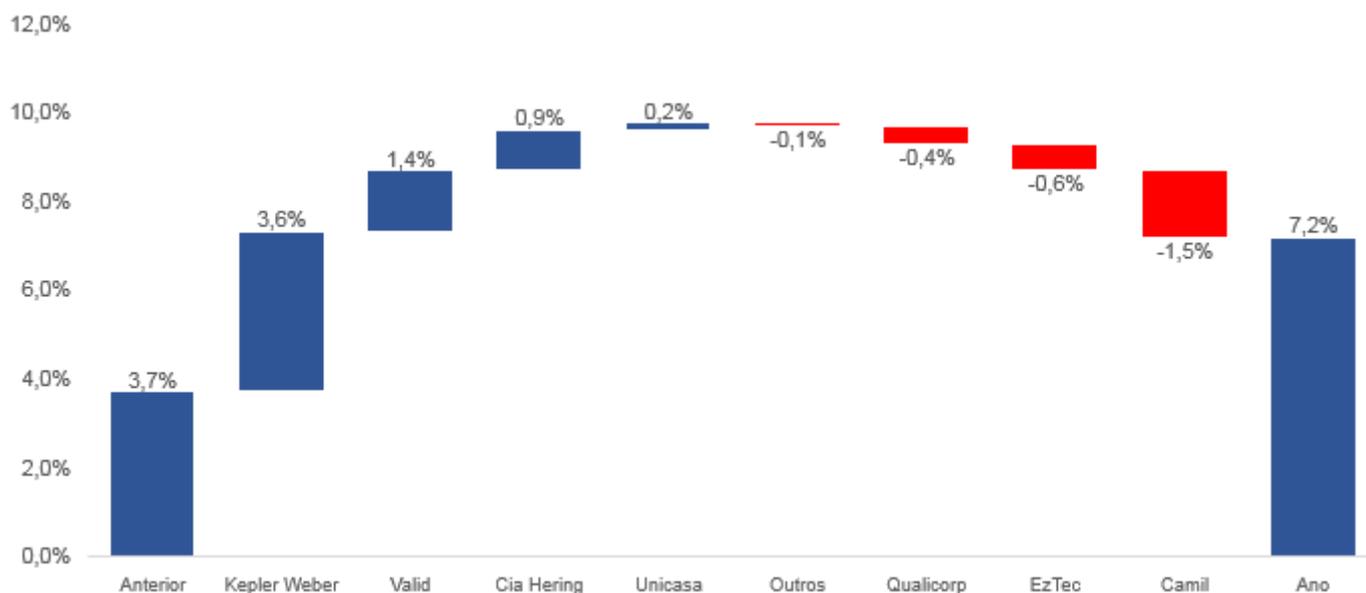
Importante destacar, para contextualizar, que após anos de elevada expansão via distribuidores autorizados a companhia enfrentou, principalmente até 2017, desafios no controle de qualidade desses parceiros. De modo geral, alguns distribuidores com pouca estrutura acabaram na venda de produtos coletando adiantamentos dos clientes, prática não incentivada e hoje acompanhada mais de perto pela companhia. Quando estes revendedores não puderam honrar o compromisso com seus clientes, acusando falta de capacidade financeira para pagar os respectivos pedidos à Unicasa, os clientes se sentiram prejudicados e pediram ressarcimento de todas as partes.

Dentro deste cenário, embora não tivesse controle sobre a gestão financeira dos seus parceiros, que não haviam repassado valor algum à empresa, a Unicasa optou por entrar em campo e quitar os processos, gerando altos custos não previstos sob a rubrica de despesas com vendas, a fim de preservar a imagem da companhia. Desde então, a empresa busca maior diligência na autorização dos revendedores, exigindo mais garantias e impondo melhores práticas de negócios. Em paralelo a estas iniciativas, a Unicasa também busca uma redução no nível de despesas com o fechamento de lojas próprias, que não se mostraram um diferencial para as vendas.

A assertividade desta estratégia começa a ficar clara quando vemos as despesas com vendas e administrativas nos primeiros nove meses deste ano 27% inferiores às do mesmo período do ano passado, de forma que, apesar da redução de 7% na receita líquida consolidada, a empresa vem apresentando um resultado positivo no acumulado do ano. Com o aumento do faturamento como consequência da retomada da economia em 2019, poderemos ver resultados líquidos bastante superiores aos atuais.

Com base nos preços atuais, há espaço para valorizações significativas até o valor de mercado da companhia voltar a refletir os seus bons fundamentos. Vamos acompanhar de perto os números da empresa para confirmar a disciplina da administração na condução desta estratégia e na geração de novos negócios.

## Small Caps – Atribuição de Performance



## Dividendos – Comentário Mensal

O mês de novembro foi mais um mês de rentabilidade elevada para o JMalucelli Marlim Dividendos, com valorização superior a 5%. Um dos principais destaques do mês, que contribuiu diretamente para este desempenho, foi a valorização de 15% das ações da companhia Comgás, como resultado de três eventos importantes.

Em primeiro lugar, foram divulgados os resultados da empresa no terceiro trimestre. A companhia apresentou um crescimento expressivo no volume de gás distribuído, gerado principalmente pelo crescimento de 6,3% na base de clientes nos últimos doze meses, que totalizaram 1,9 milhões de unidades. O volume total, por sua vez, cresceu 8,5%, a partir da expansão do volume comercial e industrial, desempenho positivo para os resultados da Comgás e que reforça a tese da consistente recuperação econômica em andamento no Brasil.

Em segundo lugar, a empresa anunciou a celebração de um acordo com a Petrobrás para encerrar ações judiciais sobre aditivos no contrato de fornecimento de gás que vigora até 2021, liquidando um montante já provisionado de R\$ 1 bilhão devido pela Comgás e reduzindo significativamente as incertezas à frente. As partes também negociaram um termo de compromisso visando garantir o suprimento de gás entre 2022 até 2027 e encerraram outras disputas judiciais, não relacionadas ao custo do gás, que resultaram em indenização no valor de R\$ 800 milhões para a Comgás, o que não estava completamente incorporado nas expectativas dos investidores.

Por último, a companhia anunciou pagamento de dividendos e de juros sobre capital próprio no montante total de R\$ 587 milhões no trimestre, correspondentes a extraordinários 7,5% do valor de mercado total da companhia, reforçando o alinhamento com nossa estratégia.

### Dividendos – Atribuição de Performance

