

## Cenário Econômico

Setembro foi um mês em que o noticiário local, como acontece a cada quatro anos, se concentrou em manchetes sobre pesquisas eleitorais. Nas eleições presidenciais, os melhores desempenhos estão realmente nos extremos do espectro político. Importante observar, porém, que tão importante quanto o próximo presidente é a composição do Congresso a partir do próximo ano.

Como destacamos nos últimos relatórios, o principal risco para a economia brasileira é o agudo quadro fiscal com o qual nos deparamos, que apresenta déficits da ordem de centenas de bilhões de reais e com leis que limitam o espaço para contingenciamento. O esforço, portanto, deve ser coordenado entre os poderes para a aprovação de leis que reformem a estrutura de gastos e permitam uma execução orçamentária eficiente.

Em meio a este turbilhão de análises políticas nacionais, bem conduzidas por diferentes analistas, não podemos fechar os olhos para as dinâmicas dos mercados internacionais, que, em grande e muitas vezes maior medida, são responsáveis por movimentos de preços locais. Olhando para a dinâmica dos mercados emergentes, vemos uma congruência do movimento de preços mesmo em economias cujos fundamentos são muito diferentes. Nossa conclusão é que os mercados estão agindo de forma generalizada sobre emergentes e o Brasil está sofrendo de forma desproporcional, especialmente na desvalorização da moeda.

Durante o ano de 2018, a similaridade do desempenho dos ativos de risco em países emergentes tem mostrado como a globalização dos mercados de capitais e fluxos internacionais no curto prazo são tão relevantes sobre preços a ponto de ofuscar os fundamentos peculiares de cada país. De modo geral, este movimento reflete a percepção de que estes países venham a sofrer diretamente com (i) a valorização do dólar frente a outras moedas, que reduz o retorno denominado em dólares sobre investimentos em outros países, (ii) o contágio das crises de dívida e de confiança iniciadas na Turquia e na Argentina e (iii) a redução do comércio internacional advinda da guerra comercial entre Estados Unidos e China.

Dentro deste cenário, o Brasil não deveria ser tão impactado quanto outros emergentes, uma vez que, em nossa visão, (i) no médio prazo a política fiscal norte-americana deve levar a uma perda de valor do dólar, revertendo a alta recente da moeda, (ii) as contas externas brasileiras reduzem significativamente os riscos de uma crise especulativa sobre o Real e (iii) há possíveis ganhos aos produtores brasileiros quando empresas nos Estados Unidos e na China são obrigadas a buscar novos parceiros internacionais, podendo o saldo para a economia brasileira, inclusive, ser positivo.

A reduzida vulnerabilidade externa da economia brasileira pode ser avaliada por meio de diferentes indicadores. O primeiro grupo compreende os fluxos de moeda estrangeira refletidos no Balanço de Pagamentos: as transações correntes e o investimento direto no país (IDP). O Brasil, apesar de apresentar superávit na transação de bens, paga mais por serviços e juros ao exterior, razão pela qual apresenta déficit nas transações correntes. Este déficit, atualmente abaixo do normal devido ao baixo nível de importações, representa ao redor de 0,8% do PIB e, mesmo com a recuperação

esperada para 2019, não deve ultrapassar 1,7% do PIB, segundo projeções do Banco Central. Esta saída de recursos do país é mais que suprida pelo IDP, que representa a soma de investimentos de estrangeiros em empresas locais e expansão de filiais de multinacionais, que ainda permanece positivo mesmo com a crise. A entrada de recursos via IDP é hoje de aproximadamente 3,5% do PIB, mais que o dobro do déficit projetado de transações correntes.

O segundo grupo de indicadores corresponde ao saldo de endividamento em moeda estrangeira. Quando um país tem elevado nível de endividamento em moeda estrangeira, investidores podem temer que uma depreciação no câmbio dificulte o pagamento destas dívidas. Este receio leva os investidores, em um cenário de incerteza, a prezar pela segurança e se desfazer dos ativos locais. Importante notar, neste sentido, que o risco de endividamento é mitigado quando o país detém robustas reservas internacionais. No caso do Brasil, o saldo total de dívida denominada em moedas estrangeira, tanto do setor privado quanto público, é de aproximadamente US\$ 320 bilhões, ao passo que o Banco Central detém em reservas US\$ 380 bilhões. Desta forma, o risco de “não haver dólares” para quitar as dívidas é muito baixo no Brasil.

O último grupo de indicadores é composto pela inflação corrente e pelo déficit fiscal, que no longo prazo podem levar a uma desvalorização do Real frente a outras moedas. Neste quesito, o Brasil apresenta uma dinâmica inflacionária favorável, com inflação abaixo da meta nos últimos doze meses e expectativas bem ancoradas ao redor das metas subsequentes, restando o déficit fiscal como nosso maior calcanhar de Aquiles, razão pela qual as reformas são tão importantes.

Ao nosso ver, portanto, o Brasil tem uma perspectiva muito mais favorável com relação ao câmbio do que está atualmente refletido nos preços. A situação das contas externas são confortáveis e não justificam, em nossa visão, a perda de quase 20% no valor do Real neste ano. Com a normalização do cenário externo e passado o período eleitoral, esperamos uma valorização da nossa moeda no médio prazo, independentemente do resultado destas eleições.

## 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 FIA	-3,5%	-13,7%	-10,5%	128,9%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-1,2%	-2,6%	2,6%	127,8%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	3,5%	3,8%	7,9%	1,1%
IBX-50	3,7%	4,4%	8,4%	1,5%
Índice Small Caps	-2,0%	-10,2%	-5,9%	0,9%
Índice Dividendos	0,2%	-3,6%	-4,2%	0,8%

## Small Caps – Comentário Mensal

O ano de 2018 tem sido de preços em queda – muitas vezes, sinônimos de oportunidades quando olhamos para frente – em nossa estratégia *small caps*. Após registrar uma expressiva rentabilidade de 50% no ano de 2017, as cotas do JMalucelli Small Caps FIA perdem 13% com base nos preços de mercado nos nove primeiros meses de 2018. Como uma parcela relevante deste resultado está concentrada em uma única posição, nos parece adequado repassar por este case ressaltando os fundamentos que nos dão confiança de que ele permanece um bom investimento, mas também fazendo uma análise crítica do porquê o mercado penalizou tanto as ações e quais são os riscos e desafios para a companhia daqui em diante.

O case em questão é o de Kepler Weber. Compramos o papel inicialmente em 2016, no ano em que o mercado penalizava a companhia de maneira exacerbada após a redução dos recursos do Plano Safra. A empresa chegou a ser avaliada em R\$ 1,3 bilhão no final de 2014, na esteira de uma expectativa irracional de perpetuação dos elevados repasses do BNDES a juros subsidiados para o setor, que incentivavam o investimento acelerado em silos de armazenagem. Quando o mercado percebeu que o aumento de 100% na receita entre os anos de 2012 e 2014 não duraria para sempre, respondeu com uma queda de 66% no preço das ações durante o ano de 2015, com a empresa atingindo um *valuation* de R\$ 300 milhões no início de 2016, o que representou, no extremo oposto, um pessimismo excessivo.

Na época, fevereiro de 2016, já acompanhávamos o papel há meses e vimos a oportunidade de nos tornar sócios de uma companhia sem endividamento, líder de mercado e exposta ao resiliente setor agrícola sem necessariamente ter suas receitas diretamente impactadas pelas flutuações nos

preços das *commodities*. Nossas projeções apontavam para um resultado operacional EBITDA de aproximadamente R\$ 120 milhões, sem necessidade de muito crescimento para justificar *valuations* acima daquele preço do mercado.

Doze meses depois tínhamos evidências de que nossa tese estava no caminho certo. As ações se apreciaram e a empresa atingiu um valor de mercado de R\$ 550 milhões em fevereiro de 2017 – mesmo em cenário de crise econômica, a companhia manteve o *market share* e fez um excelente esforço em contenção de despesas buscando eficiência. A receita havia caído 32% enquanto as despesas gerais e administrativas foram cortadas em 25%. Ainda havia a perspectiva de retomada da economia após as medidas de ajuste fiscal promovidas pelo novo governo de transição, bem como pelas indicações de cooperativas e *tradings* agrícolas que expandiriam suas capacidades de armazenamento. A retomada de faturamento após ter buscado eficiência interna alavancaria os resultados da companhia. Estávamos todos otimistas.

Em fevereiro de 2017, a companhia informou ao mercado que os maiores acionistas de sua base haviam assinado um acordo para vender suas participações, equivalentes a 35% do capital, para uma empresa norte-americana de silos que buscava expandir sua presença no país. O preço oferecido era de R\$ 22,00 por ação, 24% acima da média negociada nos três meses anteriores ao anúncio. O acordo previa, no entanto, que a venda só seria efetivada se a companhia conseguisse comprar, através de Oferta Pública, outros 30% de ações em circulação no mercado. Com o preço ofertado naquele momento já auferíamos ganhos de 72% no investimento em menos de doze meses, com o *valuation* da empresa atingindo R\$ 670 milhões.

A base acionária era relativamente pequena, com 40% concentrados nas mãos de seis acionistas. Uma parte relevante dos acionistas minoritários, acreditando no potencial da empresa, defendeu um preço maior para concordar em vender suas ações, confiando que, uma vez que as condições da oferta lhes garantia poder de vetar o negócio, teriam suficiente poder de barganha na mesa de negociação. Na ocasião, a liquidez das ações foi reduzida no aguardo do desfecho da operação. Como não nos desfizemos do papel na expectativa de que um acordo seria firmado, hipótese que mais tarde não se confirmou, concluímos hoje, com base nos eventos subsequentes, que deixamos passar uma oportunidade de realizar com ganhos significativos, em curto espaço de tempo, esse investimento.

Nos meses seguintes a este evento, enquanto a situação econômica brasileira não dava sinais de retomada na velocidade antecipada, o preço do aço, principal insumo de fabricação, atingia níveis elevados e os produtores de silos não conseguiram repassar o aumento para seus clientes. As margens começaram a ser pressionadas e a administração da companhia passou a descontinuar os planos de expansão internacional e de novos produtos para voltar o foco ao mercado interno. O comprador acabou por desistir da oferta, um pouco antes de uma série de eventos que viriam a pressionar as ações da companhia.

Em primeiro lugar, observou-se uma pressão vendedora de um fundo de investimento em ações que detinha aproximadamente 3% do capital da empresa e estava em processo de liquidação, o

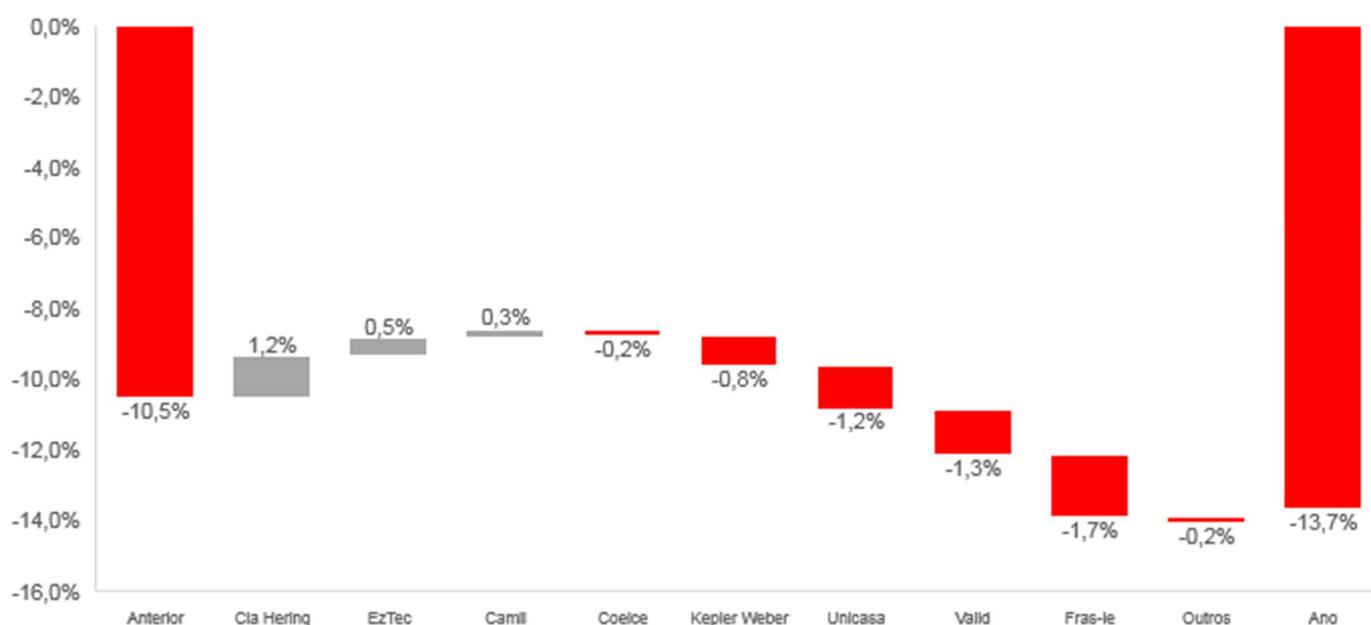
qual vendeu suas ações em um curto espaço de tempo, pressionando negativamente as cotações. Depois, uma série de mudanças na alta administração, incluindo a presidência e vice-presidência executivas, aumentaram as incertezas para os investidores.

Em paralelo, a conjuntura econômica continuou desfavorável. Os preços do aço não se arrefeceram e continuaram pressionando os custos de produção, que se mantinham acima de 90% da receita durante 2017, muito acima dos 75% de 2014. O mercado consumidor também represou ainda mais os investimentos de longo prazo à medida que o cenário eleitoral não contribuía positivamente para a confiança, fazendo com que as fábricas da Kepler atingissem ociosidade de até 70%.

Com esta tempestade quase perfeita de fatores adversos, vimos o valor de mercado da companhia sair dos R\$ 670 milhões de maio de 2017 para apenas R\$ 230 milhões em setembro de 2018, valor menor que aquele observado quando realizamos nosso primeiro investimento. Embora esta queda nos parece exacerbada, a companhia tem desafios para provar nosso ponto. A nova administração deve mostrar com clareza quais são as estratégias e próximos passos para a empresa, concentrar esforços para se consolidar no mercado doméstico e diminuir a dependência do financiamento público para suas vendas, continuando a acertada parceria com bancos privados.

Dentro deste cenário, acreditamos que a empresa tem todos os instrumentos necessários para superar o difícil momento, e o *upside* nos níveis de preços atuais é ainda maior que aquele que víamos em 2016.

### Small Caps – Atribuição de Performance



### Dividendos – Comentário Mensal

No início de setembro, a Multiplus anunciou ao mercado que a Latam Airlines não pretende renovar o contrato operacional firmado entre as partes que se encerra em dezembro de 2024. Em paralelo, o controlador divulgou a intenção de realizar uma OPA com o objetivo de cancelar o registro de companhia aberta na B3, oferecendo aos minoritários o valor de R\$ 27,22 por ação, que representa um prêmio 11,6% sobre o preço de fechamento do mercado no dia anterior ao anúncio. Este preço, no entanto, é significativamente abaixo do que consideramos justo.

Normalmente, uma OPA tem o potencial de impulsionar o valor da companhia, fechando o *gap* entre preço e valor. O evento acaba funcionando como um “catalisador”, acelerando resultados que poderiam levar décadas. Contudo, com a não renovação do acordo, não foi o que aconteceu neste caso. A decisão trouxe maiores incertezas para a Multiplus no longo prazo, haja vista que o fim do contrato reduz o poder de negociação junto às companhias aéreas na compra de passagens, que representam aproximadamente 85% do total de produtos resgatados. Vemos com ressalvas, neste sentido, a decisão e as ações tomadas pelo controlador.

Como investidores de longo prazo, lamentamos este movimento, o qual, se bem-sucedido, nos tira a possibilidade de sermos sócios de uma companhia que apresenta um modelo de negócio com elevada geração de caixa, baixa necessidade de reinvestimento e capaz de distribuir quase a totalidade de seu lucro na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio.

### Dividendos – Atribuição de Performance

