

Cenário Econômico

Surpreendendo as expectativas do mercado, o PIB do segundo trimestre de 2019 registrou um crescimento de 0,4% em relação ao primeiro. Ainda assim, em termos anualizados a economia está crescendo ao lento ritmo de 1,0% ao ano.

Pela primeira vez desde o início de 2014, a construção civil apresentou um resultado interanual positivo, crescendo 2,0%. Por outro lado, a indústria extrativa, ainda afetada pela tragédia em Brumadinho, caiu 3,8% no trimestre, acumulando queda de 6,3% no ano. Como um todo, o setor industrial apresentou uma aceleração de 0,7% enquanto a agropecuária recuou 0,4% e setor de comércio e serviços cresceu 0,3%.

Pela ótica da demanda, os dados ainda são fracos no consumo das famílias, prejudicado pelo elevado desemprego e pela lenta recuperação da renda. O setor externo perdeu dinamismo este trimestre, principalmente devido a redução da demanda argentina. As exportações recuaram 1,6% no trimestre, enquanto as importações cresceram 1,0%.

Apesar de dados positivos vindos de outros setores, como investimentos em capital fixo, é cedo para celebração, uma vez que o crescimento do PIB é comparado a uma base fraca do ano anterior, quando ocorreu a paralisação dos caminhoneiros no segundo trimestre de 2018. Além disto, o ritmo de 1,0% ao ano é muito lento para um país com a capacidade ociosa como o Brasil, e o cenário externo tem se mostrado cada dia mais tenso.

O risco de desaceleração do crescimento econômico global, protecionismo e elevado endividamento dos governos e empresas têm

levado investidores a reduzir risco das carteiras, retirando investimentos de economias emergentes e, por consequência, aumentando a demanda por moedas seguras, em especial o dólar.

Concomitantemente, a busca por retornos positivos em renda fixa global, em um mundo em que mais de 20% das dívidas soberanas apresentam juros negativos, também gera fluxos importantes. Dado que os EUA continuam como um dos poucos países desenvolvidos onde juros positivos estão disponíveis, há realocação de recursos também entre os mercados desenvolvidos, adicionando pressão compradora no dólar americano, que se valorizou neste último mês frente a quase todos os pares, exceto o Iene japonês.

O valor do Real em dólares é prejudicado por esta dinâmica externa e, para piorar, tem sofrido uma dinâmica própria interna que acentuou sua desvalorização. Desde maio deste ano vemos saída de dólares pela conta financeira do balanço de pagamentos, devido ao crescente número de empresas brasileiras fazendo refinanciamento de dívidas em moeda estrangeira, liquidando obrigações em dólares para captar em reais, motivadas pela queda acentuada da Selic no Brasil.

Em paralelo, investidores também tem reduzido a exposição da estratégia de *carry-trade*, na qual se toma dinheiro em moeda estrangeira à taxa de juros dos países desenvolvidos para aplicar em moeda local nas taxas básicas brasileiras. Esta estratégia funciona enquanto a diferença entre estas taxas de juros compensa a desvalorização da moeda aplicada. Claramente esta estratégia tem perdido atratividade,

reduzindo o fluxo característico de divisas estrangeiras de curto prazo. No segundo semestre de 2016, o diferencial de juros entre Brasil e EUA era mais de 13 p.p., ao passo que hoje é menos que 4 p.p.

Do início de 2019 até o fim de julho, o real havia se valorizando 2% em relação ao dólar, porém somente em agosto, a moeda brasileira perdeu quase 10% do seu valor sobre o dólar, que atingiu R\$ 4,20 no mês.

Diante desse cenário o Banco Central realizou o primeiro leilão de dólares no mercado à vista desde 2009, utilizando reservas cambiais e não apenas contratos derivativos de *swaps* para prover liquidez ao mercado. A autoridade

monetária pretende vender aproximadamente US\$ 4 bilhões de reservas no mercado.

O Brasil conta com um mais de US\$ 380 bilhões em reservas internacionais, número proporcionalmente muito maior que de outros emergentes. Além disto, nossa dívida externa soma apenas 17% do PIB. Diante disto, vemos que há espaço para a redução do estoque de reservas sem prejudicar a capacidade de honrar dívidas externas ou desencadear um ataque especulativo contra o Real. A utilização dos recursos provenientes da venda de reservas para abatimento da dívida pública é o caminho ideal, reduzindo a despesa com juros e contribuindo para controlar o endividamento público.

Projeções

Indicador	2019		2020	
Meta Selic – Fim do Período	5,50%	=	5,50%	=
CDI – Acumulado	6,06%	=	5,39%	=
IPCA – Fim do Período	3,80%	=	4,00%	=
Crescimento do PIB	0,84%	=	1,72%	=

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance positiva de 2,2% no mês de agosto, acumulando um resultado de 27,5% em 2019, contra 0,5% e 27,9% do Índice Small Caps nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Rodobens (RDNI3 +34,6%) e Qualicorp (QUAL3 +28,6%). Do lado negativo tivemos perdas com Camil (CAML3 -10,8%) e Valid (VLID3 -24,1%).

Destaque de rentabilidade do ano, e contribuindo positivamente com o retorno do fundo, a Rodobens Negócios Imobiliários (RNI) é a segunda tese de Small Caps que iniciamos em 2019. Como de costume, vamos expor os principais fundamentos por trás deste investimento.

A RNI é uma incorporadora imobiliária dedicada principalmente à construção de habitações residenciais nas regiões do interior. A empresa faz parte do grupo Rodobens, que conta com mais de 60 anos de história empreendendo no interior de São Paulo e região. As principais atividades do grupo são relacionadas à revenda de veículos, atuando com concessionárias, consórcios, financiamentos, corretagem de seguros e leasing. O conglomerado, ainda sob o controle da família do fundador Sr. Waldemar Verdi, apresentou resultados sólidos nos últimos anos, com mais de R\$ 3 bilhões de receita e R\$ 200 milhões de lucro. O grupo ainda conta com mais de 3 mil funcionários e R\$ 700 milhões disponível em caixa e aplicações financeiras.

A Rodobens começou as atividades imobiliárias na década de 1980, a partir de um departamento dentro que realizava a construção de empreendimentos para as demais empresas do

grupo. Apenas na década de 90, no entanto, é que a RNI foi propriamente constituída e começou a construir para terceiros.

Nestes quase trinta anos de operações, a RNI já operou em prédios residenciais, loteamentos, casas populares e condomínios fechados, inovando em métodos construtivos e modelos de empreendimentos integrados, já tendo atuado como incorporadora, construtora e desenvolvedora dos projetos. Em 2007 o controlador decidiu fazer a primeira abertura de capital das empresas do grupo, com o IPO da RNI direto no modelo de mais alta governança, o Novo Mercado.

A experimentação de produtos e estratégias trouxe vários erros e aprendizados. Entre os anos de 2010 e 2013, impulsionado por construções de residências de baixa e média renda pelo programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), a RNI chegou a faturar mais de R\$ 800 milhões ao ano, registrando R\$ 100 milhões de lucro líquido em 2014. Era um ritmo acelerado de lançamentos que superaram a marca de R\$ 1 bilhão em valor esperado de venda. Assim como com outras empresas do setor, essa fase foi tão rentável quanto insustentável, incentivando a alavancagem excessiva e levando a um acúmulo de estoques do setor.

Em 2014, frente às crescentes preocupações políticas e indícios de restrições de financiamentos advindos de bancos públicos e recursos do FGTS, a empresa cessou os lançamentos via MCMV e passou a se dedicar a projetos de alto padrão. Este movimento tirou a dependência do financiamento público, uma vez que esses imóveis são financiados via Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), sistema no qual o cliente se financia com a

incorporadora durante a construção do imóvel e somente obtém financiamento com instituição financeira na entrega da unidade. Esse modelo requer maior capacidade financeira da incorporadora para realização da obra, podendo se tornar um risco se o cliente não conseguir o crédito na entrega, ou se ele optar por não dar continuidade na compra, causando o chamado distrato.

A RNI teve a desagradável experiência de entregar grande parte desses projetos durante os anos de 2015 e 2016, auge da recessão econômica, e viu todos os riscos se materializarem. Os bancos ficaram mais restritivos na concessão de crédito, a demanda arrefeceu e a companhia chegou a ter um volume de distratos superior ao de vendas. Sob as regras da época, os distratos a obrigaram a devolver grande parte dos recursos que os clientes tinham antecipado para construção do imóvel.

Em 2017 a empresa passou por um processo de reestruturação e redefinição de estratégia. Cortou pela metade as despesas administrativas, que hoje somam aproximadamente R\$ 40 milhões ao ano, optou por não fazer lançamentos novos para focar nas vendas de estoques prontos e voltou a sua região de origem e onde tem maior expertise, o interior, principalmente ao redor da sede em São José do Rio Preto/SP.

Após amargurar mais de R\$ 200 milhões de prejuízos acumulados nestes dois anos de crise, a empresa se recompôs, deixando a estrutura mais enxuta, com menores gastos com manutenção de estoques, menor alavancagem e muito aprendizado, pronta para aproveitar a retomada do ciclo econômico. Em conjunto com

a consultoria McKinsey, a administração definiu um plano estratégico para os próximos anos, mapeando as regiões de maior potencial e os produtos nos quais detém maior expertise e rentabilidade. A meta é voltar ao patamar de R\$ 1 bilhão de lançamentos com margem bruta de 30%, de maneira estruturada nas regiões do interior de São Paulo, Minas Gerais, Mato Grosso do Sul e Goiás, que apresentam elevado déficit habitacional e baixa competição. Os produtos, condomínios horizontais de média e baixa renda, têm a flexibilidade de financiamento nos modelos SBPE e MCMV faixas 2 e 3, sendo eles os responsáveis pela maior diferenciação e sucesso de vendas da empresa, com alto apelo comercial.

O ambiente de negócios é favorável para a companhia, com o reaquecimento da economia, a melhora paulatina do nível de renda e a nova lei dos distratos – a Lei nº 13.786/18 – que, ao reduzir o valor devolvido pela empresa no caso de distrato, protege a incorporadora e os demais condôminos, dando previsibilidade e consistência aos fluxos de investimento dos projetos. Mesmo praticamente sem lançamentos, a RNI já voltou ao lucro positivo e geração líquida de caixa.

A governança da empresa segue as melhores práticas da bolsa, sendo listada no segmento Novo Mercado. A companhia conta com comitê de auditoria independente, transparência na prestação de contas aos acionistas e regimentos próprios de *compliance*, como o de negócios entre empresas coligadas. O conselho de administração da empresa conta com sete membros, quatro dentre os quais são profissionais independentes com conhecimento técnico e experiência de mercado.

Começamos a montar nosso investimento em maio deste ano, quando o mercado avaliava a empresa em aproximadamente R\$ 210 milhões, aproximadamente 40% do valor de custo líquido dos ativos. Neste nível, se a empresa fosse liquidada, vendendo todos os estoques pelo preço de custo, não recuperando os ativos em andamento nem créditos em aberto e quitando todas as dívidas pelo valor de face, ainda receberíamos mais do que o valor pelo qual o mercado nos estava oferecendo.

Como parte fundamental da tomada de decisões de investimento, fizemos uma reflexão das razões pelas quais aquela barganha estava disponível. Identificamos quatro principais fatores. Primeiramente verificamos que o mercado ainda não havia superado os resultados negativos de 2017 e 2018, durante a fase de reestruturação, e mantinha um estigma negativo sobre a companhia. Em segundo lugar, as perspectivas de longo prazo se confundiam com as de curto, uma vez que o plano estratégico da empresa não contemplava muitos lançamentos nos próximos meses, mas acreditávamos que isto seria apenas temporário. O terceiro fator que identificamos foi uma pressão vendedora de um grande fundo, que não encontrava liquidez para se desfazer das ações e pressionava o preço. Por último, notamos que a companhia havia saído do universo de cobertura dos analistas de bancos e corretoras em 2017.

No fechamento de agosto, o valor de mercado da companhia era de R\$ 440 milhões, ainda abaixo do valor de liquidação e bem abaixo do valor justo esperado.

Dividendos

No mês de julho, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade positiva de 1,0%, acumulando alta de 22,3% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou 2,2% e 24,7% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Qualicorp (QUAL3 +28,7%), Coelba (CEEB3 +7,2%) e Alfa Holding (RPAD5 +4,5%). Do lado negativo tivemos Whirlpool (WHRL4 -5,9%), AES Tietê (TIET11 -5,7%) e Banco do Brasil (BBAS3 -5,2%).

Destaque de rentabilidade do ano, a Qualicorp teve dois eventos importantes em agosto. Primeiramente foi a divulgação de resultados do segundo trimestre do ano, que apesar de pouco crescimento na superfície, apresentou melhoras na rentabilidade.

A empresa continua com níveis de faturamento abaixo daqueles vistos antes de 2017, uma vez que o longo período de desemprego e redução de renda provocou redução de beneficiários da saúde suplementar no mercado em geral. Em compensação, a Qualicorp adotou estratégias para retenção de clientes, oferecendo na sua plataforma de distribuição planos de seguros mais baratos para evitar a desistência total de alguns clientes. Além disto, algumas medidas para manter a rentabilidade foram tomadas, como digitalização de processos administrativos, redução de estrutura de gastos fixos e foco nas vendas através do canal digital, que possui margens superiores. Nos últimos doze meses a empresa apresentou receita de R\$ 1,9 bilhão, com margem líquida acima de 20% e mais de R\$ 660 milhões de geração de caixa líquida operacional.

O segundo evento relevante, e de maior impacto sobre a performance das ações neste mês, foi o anúncio de que a Rede D'Or São Luiz adquiriu 10% do capital da companhia, com a venda por parte do fundador e controverso executivo José Seripieri Júnior. A parceria com uma das mais importantes redes de hospitais privados do Brasil possibilita ganhos de sinergias e desenvolvimento de novas frentes de negócios. Além disto, o Sr. Seripieri deixará a administração da Qualicorp com a consumação da operação.

A carioca Rede D'Or, cujos hospitais são objeto de desejo Brasil afora por conta de suas estruturas luxuosas e atendimento *premium*, possui hoje 45 hospitais, mais de 40 clínicas oncológicas, além de uma rede própria de laboratórios de diagnóstico. A companhia faturou mais de R\$ 10 bilhões em 2018, com uma margem de lucro acima de 10%. Serviços de altíssimo padrão com margens saudáveis significam que seus clientes não estão pagando barato, principalmente as operadoras de planos de saúde, responsáveis pela maioria das receitas.

Há alguns meses a Rede D'Or trava uma guerra com a Amil, controlada pelo grupo americano United Health e uma das maiores operadoras de planos de saúde no Brasil. Até hoje mais de 17 hospitais da rede foram descredenciados pela operadora, insatisfeita com o modelo de remuneração dos hospitais.

Diante deste cenário, a aliança com a Qualicorp e sua extensa carteira de beneficiários pode ajudar a Rede D'Or a manter seus níveis de utilização dos leitos dos hospitais. Para a Qualicorp, a parceria abre a possibilidade de criação de novos produtos utilizando a rede de

hospitais e clínicas da Rede D'Or, a custos mais acessíveis, possivelmente adicionando novas vidas ao seu portfólio de clientes. Uma verticalização dos negócios, nos moldes de outras empresas bem-sucedidas no país, também pode ser vislumbrada.

Além das possibilidades comerciais, a entrada do grupo hospitalar marca a saída do fundador José Seripieri da gestão da Qualicorp. Por um lado, a saída do fundador e importante executivo na história da companhia traz incertezas. Por outro lado, o icônico episódio visto em outubro de 2018, em que Seripieri recebeu uma quantia substancial em dinheiro para não deixar a companhia, abriu muitos questionamentos sobre sua influência sobre a administração e seu alinhamento de interesses com os demais acionistas. Sua saída definitiva do dia-a-dia da companhia é vista com bons olhos para a governança corporativa. O Sr. Seripieri ainda possui uma restrição de venda de parcela de suas ações da Qualicorp, decorrente do último e polêmico acordo, e deve continuar no conselho de administração, atuando como consultor.

Juros e Inflação

No mês de agosto, o JMalucelli Inflação FIRF apresentou rentabilidade de -0,8%, acumulando alta de 11,2% desde o seu início, em 13/02/2019. O benchmark do mercado, IMA-B, apresentou retornos de -0,4% e 11,7% nas mesmas bases de comparação.

Durante o mês de agosto reduzimos a *duration* do fundo JMalucelli Inflação, antecipando maior volatilidade dos mercados e diante de um risco cada vez mais simétrico na curva de juros. Após

a valorização dos últimos doze meses, atingindo preços recordes, acreditamos que a probabilidade de novas quedas nos prêmios dos títulos públicos é muito similar à de elevações. Reduzimos o prazo médio da carteira, mantendo um posicionamento concentrado na

parte intermediária da curva, que nos traz um carregamento mais interessante que o benchmark. O Fundo está estruturado com *duration* de 8,0 anos e *yield* médio de 3,4%, enquanto o benchmark apresenta 8,9 anos de *duration* e 3,1% de *yield*.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	0,48%	3,98%	6,00%
% CDI	96,5%	95,2%	94,7%
JMalucelli Inflação FI RF	-0,84%	11,17% ¹	11,17% ¹
IMA-B	-0,40%	11,67% ¹	11,67% ¹
Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	0,99%	22,34%	30,40%
Ibovespa	-0,67%	15,07%	29,02%
JMalucelli Small Caps FIA	2,23%	27,50%	54,82%
Ibovespa	-0,67%	15,07%	29,02%
Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,50%	4,18%	6,33%
Ibovespa	-0,67%	15,07%	29,02%
IMA-B	-0,40%	16,22%	26,95%
IDIV	2,23%	24,66%	47,03%
SMLL	0,48%	27,92%	48,73%

¹ Data de início: 13/02/2019



Para informações

(41) 3351 9966

atendimento@jmi.com.br

www.jmi.com.br

Rua Visconde do Rio Branco, 1488 – 4º andar

Curitiba | PR

Reclamações

Ouvidoria 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos em www.jmi.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Taxa de administração máxima compreende, além da taxa mínima do fundo, a taxa de administração dos fundos em que o fundo venha a investir. Os investimentos dos fundos de investimento de que trata este material de divulgação apresentam riscos para os investidores, ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para os fundos de investimento e para os investidores. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

MQ2 | **MOODY'S**
INVESTORS SERVICE



Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos