

Cenário Econômico

O mês de março teve um início relativamente estável, em bom clima de carnaval brasileiro, com a maioria dos ativos de risco locais apresentando bom desempenho até a metade do mês. Este clima mudou completamente nos últimos dias, no entanto, com discussões mais acirradas entre o presidente da Câmara e o presidente da República de forma aberta acerca da reforma da previdência, mas de forma mais sutil acerca das responsabilidades de cada um no respectivo cargo. A prisão do ex-presidente Temer ajudou a esquentar os ânimos em Brasília, apesar de, na nossa visão, ser apenas ruído. O Ibovespa terminou o mês com -0,2% de rentabilidade, o IMA-B subiu 0,6% e o CDI rendeu 0,5%.

Quarenta dias após a entrega formal da proposta no Congresso Nacional, a PEC da “Nova Previdência” começa seus primeiros passos com a perspectiva de votação na Comissão de Constituição e Justiça ainda em abril. Para que o texto seja aprovado na CCJ, é preciso apoio de maioria simples dos 66 deputados que a compõem. O relator será o Deputado Marcelo Freitas (PSL-MG).

Ainda no campo político, um avanço importante foi a aprovação do projeto do Cadastro Positivo pelo Senado. O Cadastro Positivo é um banco de dados que registra o histórico de adimplência de contas e obrigações, contendo informações relativas ao perfil financeiro dos consumidores, sendo que atualmente a inclusão nesse banco depende de solicitação individual. A partir da sanção do projeto pelo presidente Jair Bolsonaro, a expectativa é de que os consumidores sejam inclusos automaticamente no cadastro. Com o aumento no número de

pessoas cadastradas e a disponibilização desse banco de dados para análise de crédito, a grande expectativa é que as instituições financeiras possam ofertar taxas de juros condizentes com o nível de risco de cada cliente. O projeto também amplia a permissão de uso do cadastro positivo, hoje restrita às instituições autorizadas pelo Banco Central, o que incentivaria Fintechs a oferecerem linhas de crédito com melhores condições. Segundo o Serasa, a implementação do Cadastro Positivo pode injetar R\$1,3 trilhão na economia.

No âmbito econômico, os indicadores divulgados recentemente mostram uma recuperação ainda muito gradual da atividade interna. O IBGE divulgou o crescimento do PIB do ano de 2018, cuja variação foi positiva em 1,1%. Sob a ótica da oferta, o crescimento foi puxado pelo setor de serviços com crescimento de 0,2%. Pelo lado da demanda, o principal componente do PIB brasileiro, consumo das famílias, cresceu 0,4%. Com um cenário de restrição fiscal, consumo do governo apresentou uma queda de 0,3%. A formação bruta de capital fixo (FBCF) contraiu 2,5%, decepcionando grande parte dos economistas e industrialistas.

Em termos de política monetária, a última Ata do Copom mostrou que o novo presidente, Roberto Campos, pretende manter as mesmas diretrizes que seu antecessor, repetindo o mote “serenidade” e “perseverança” algumas vezes no comunicado. Além disso, o presidente da instituição expôs que o Banco Central não deve deixar os ruídos de curto prazo do mercado influenciarem a condução de política monetária, uma vez que a decisão da autoridade monetária deve ser baseada em fundamentos de médio e longo prazo.

O Relatório Trimestral de Inflação, documento que atualiza a visão do BC para conjuntura e condução de política monetária, foi divulgado neste último mês. Na visão do BC, a inflação acumulada em 12 meses vai se acelerar nos próximos três meses, ficando em torno de 4,65% em maio, acima da meta de inflação estabelecida de 4,25%. Porém a alta seria temporária, uma vez que na visão do Banco Central, as expectativas estão ancoradas. Também foi revisto o crescimento do PIB em 2019, que passa a apontar um aumento de apenas 2,0%, ante 2,4% no RTI de dezembro de 2018.

No cenário internacional, indicadores recentes confirmam a desaceleração econômica global, com a deterioração das expectativas do curto prazo. Isso tem reduzido as projeções de crescimento das principais economias globais, particularmente nos EUA e na zona do euro. Diversos bancos centrais em sua comunicação têm evidenciado e utilizado essa desaceleração global na tomada de decisão. Em contrapartida, as expectativas de inflação nessas economias, permanecem comportadas, mesmo com pressões relevantes no mercado de trabalho. Um exemplo foi o Federal Reserve que no fim de 2018 alterou substancialmente a sua comunicação, com o intuito de moderar as expectativas de alta de juros no curto prazo. Recentemente o Banco Central Europeu também evidenciou que a partir de dados de atividade econômica do bloco, o plano inicial de elevar juros no começo de 2019 foi postergado.

Essas mudanças de rumo das taxas de juros internacionais estão garantindo bons resultados nos mercados globais ao longo de 2019. Nos EUA, o Dow Jones acumula ganhos de 12% neste ano, em linha com o S&P 500 que sobe 14% no

ano. Nos mercados europeus, o DAX alemão sobe 10%, o FTSE do Reino Unido sobe 8% e o CAC da França sobe 17% no ano, em moedas locais.

Cenário Renda Variável

A bolsa brasileira teve um mês turbulento, mas continua com retornos positivos no acumulado do ano. Os principais setores positivos no ano são Utilities e Energia Elétrica.

O mês de março foi impactado não apenas pelo ruído ao redor da aprovação da reforma da previdência, mas também pelo desalento com a velocidade de recuperação da economia e por tensões internacionais recorrentes entre EUA e China sobre os acordos comerciais.

Os resultados das companhias abertas, em contramão do panorama da economia geral, vêm surpreendendo positivamente. Este movimento, comum no mercado acionário, porém contra intuitivo na maior parte das vezes, é um fenômeno recorrente. Mesmo que a economia como um todo cresça a taxas baixas, as empresas líderes dos seus mercados absorvem maior parcela da produção à medida em que suas concorrentes menos capacitadas perdem *market share* ou fecham as portas. Nesta recuperação, estas empresas líderes também se beneficiam da expansão de margens ao utilizarem a capacidade ociosa, resultando em expansão de lucros bem acima do crescimento do PIB.

Este movimento deve continuar presente durante o ano de 2019, razão pela qual os fundamentos das companhias abertas em geral devem melhorar ainda mais e o mercado passar a reconhecer este fenômeno nos preços das ações.

Cenário Juros

No cenário de juros internos, o mês de março começou devagar devido a feriados nos mercados locais, mas terminou o mês com volatilidade expressa em dúvidas em relação a capacidade do governo conseguir aprovar a reforma da previdência, além de resultados decepcionantes do nível de atividade da economia brasileira.

O IMA-B, referencial do mercado que representa uma cesta de títulos públicos atrelados à

inflação subiu 0,58% em março. No ano o indicador acumula ganhos de 5,95%.

As NTN-B's de curto prazo ficaram praticamente estáveis no mês, excluindo o papel com vencimento neste ano, que teve uma queda 0,5 p.p. Os prêmios dos juros mais longos aumentaram em média 0,03 p.p.

Projeções JMI

Indicador	2019
Meta Selic – Fim do Período	6,50% ▼
CDI – Acumulado	6,39%
IPCA – Acumulado	4,00% ▼
Crescimento do PIB	3,00%

Small Caps

O fundo JMalucelli Small Caps teve uma performance negativa em -0,8% no mês de março, acumulando um resultado positivo de 7,9% em 2019, ao passo que o Índice Small Caps acumula 0,1% e 7,5% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Unicasa (UCAS3 +2,5%) e Fras-le (FRAS3 +1,8%), enquanto que do lado negativo, Camil (CAML3 -5,3%) e Coelce (COCE5 -4,9%) foram detratores de retorno.

Em termos de fundamentos, tivemos dois principais destaques no mês. Em primeiro lugar, Kepler Weber divulgou os resultados do último trimestre de 2018 e, conforme esperávamos e escrevemos na última carta de gestão, vieram bem positivos.

A companhia reverteu o prejuízo e apresentou, somente no quarto trimestre do ano, um EBITDA de R\$ 40 milhões. Este resultado é fruto do elevado faturamento com o plano Safra durante este último trimestre, geralmente o mais forte do ano. Com maior disponibilidade de recursos e taxas atrativas, verificamos que o volume fornecido pelo BNDES para financiamento de planos de armazenagem foi o maior desde 2014.

A companhia conseguiu manter o *market share* e aproveitou desta expansão de crédito do setor. Com o aumento de faturamento, a empresa pode diluir os custos da ociosidade de suas plantas industriais.

Nos surpreendeu positivamente, ainda, que a Kepler foi capaz de repassar os aumentos do

preço do insumo ao preço dos seus produtos finais, na contramão da concorrência. Este fato, quando aliado a uma manutenção de *market share*, comprova que os clientes reconhecem a qualidade do produto Kepler e estão dispostos a pagar um prêmio sobre a média.

A empresa fechou o mês avaliada em R\$ 450 milhões, subavaliada na nossa opinião, para uma companhia capaz de entregar ao redor de R\$ 100 milhões de EBITDA ao ano.

Um segundo acontecimento relevante no mês foi o falecimento do CEO e Chairman da Unicasa, Frank Zietolie. O executivo ocupava a função há anos e acumulava também um extenso relacionamento comercial com os revendedores. Ele também foi responsável pelo redirecionamento da companhia a fim de corrigir os erros do passado, que já vem surtindo efeito sobre os números financeiros. A perda, portanto, inestimável para a família, também é sentida pelos acionistas da companhia. Na sua ausência, Kelly Zietolie, já membro do Conselho de Administração, assumiu os cargos de maneira interina.

Ainda assim, nossa convicção sobre o papel se mantém, uma vez que este evento estimula a chegada de um novo executivo de mercado para a companhia em um momento muito mais saudável da companhia.

Os últimos resultados da empresa reforçam a nossa tese inicial sobre o papel: a Unicasa teve sucesso em reduzir o nível de despesas com vendas, de aproximadamente R\$ 100 milhões em 2015 para apenas R\$ 35 milhões em 2018. O próximo passo para total concretização da recuperação é o aumento de vendas, que depende do reaquecimento do consumo das

famílias em moveis. A companhia fechou o mês de março avaliada em apenas R\$ 190 milhões.

Por último, destacamos a conclusão da tese de Cia. Hering, que foi totalmente desinvestida no mês de março. Quando começamos a adquirir ações da empresa, em julho de 2018, a empresa era negociada a um valor de aproximadamente R\$ 2,4 bilhões. Naquele momento o mercado ainda temia que a empresa não seria capaz de entregar resultados, e perpetuava nas projeções o cenário mais recente de menores margens e baixo crescimento.

Nossa visão, naquela oportunidade, era diferente. Enxergamos aquele momento como um ponto de inflexão, em que a companhia iniciava o movimento digital e voltava a posicionar a marca Hering de forma adequada. O semestre que seguiu mostrou que nossa visão estava correta, à medida em que o mercado reconheceu o valor intrínseco da companhia e e passou a avaliar a empresa em aproximadamente R\$ 4,8 bilhões no final de março.

Zeramos nossa exposição no papel não por não acreditarmos na consolidação da tese ou na melhora dos resultados por vir, mas por ver que este cenário já está incorporado ao preço.

Dividendos

No mês de março, o fundo JMalucelli Marlim Dividendos apresentou uma rentabilidade negativa de -2,1%, acumulando alta de 9,9% em 2019, enquanto o Índice Dividendos apresentou -1,8% e 8,2% nas mesmas bases de comparação. Os destaques positivos da carteira foram Alfa Holding (RPAD5 +3,7%), Telefónica (VIVT4 +2,5%) e Qualicorp (QUAL3 +1,2%). Do lado negativo tivemos Metal Leve (LEVE3 -7,7%),

Coelce (COCE5 -4,9%) e AES Tietê (TIET11 - 4,8%).

Neste último mês tivemos divulgação de resultados de duas companhias que merecem atenção. Em primeiro lugar, a companhia AES Tietê, subsidiária do grupo AES Corp, vem executando com sucesso os planos de diversificação de receita e mitigação do risco hidrológico, ao mesmo tempo em que mantém adequado controle de despesas e um aumento apenas gradual do endividamento.

A companhia apresentou um aumento de 11% da receita líquida, principalmente com a inclusão total do Complexo Eólico Alto Sertão II, bem como algumas entradas parciais de outros empreendimentos de fonte solar.

A intenção da companhia em diversificar os parques geradores para fontes não hídricas contribui para a sustentabilidade do negócio no longo prazo. O impacto no curto prazo, no entanto, é um aumento do endividamento para

viabilizar tais projetos. A alavancagem subiu de 2,8x para 3,1x o EBITDA.

Em segundo lugar, os resultados de Qualicorp vieram em linha com o esperado. A companhia enfrenta um cenário adverso de perda de volume, à medida em que mais pessoas desistem da manutenção do plano de seguro de vida, por restrição orçamentária no caso do programa por Adesão, ou por perda de emprego no caso do programa Corporativo.

A receita líquida total do ano foi aproximadamente R\$ 1.930 milhões, sendo que R\$ 400 milhões chegaram na última linha como lucro líquido, uma expressiva margem de 20%.

Com baixa necessidade de reinvestimento no horizonte relevante, a companhia tem perspectivas de continuar a distribuir elevados dividendos aos acionistas.

Rentabilidades

Renda Fixa	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	0,44%	1,44%	6,03%
% CDI	94,7%	94,9%	94,3%

Renda Variável	Mês	Ano	12 meses
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	-2,08%	9,85%	9,96%
Ibovespa	-0,18%	8,56%	13,85%

JMalucelli Small Caps FIA	-0,80%	7,95%	15,27%
Ibovespa	-0,18%	8,56%	13,85%

Indicadores	Mês	Ano	12 meses
CDI	0,47%	1,51%	6,39%
IMA-B	0,58%	5,54%	13,68%
Ibovespa	-0,18%	8,56%	13,85%
IDIV	-1,79%	8,23%	16,14%
SMLL	0,10%	7,53%	12,84%

Informações dos Fundos

Fundo	Data de Início	PL Médio 12 meses
JMalucelli Tesouro Premium FI RF Referenciado DI	30/09/2014	R\$ 31.881.452,93
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	30/06/2008	R\$ 133.637.767,98
JMalucelli Small Caps FIA	30/06/2008	R\$ 63.665.324,21



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