

A filosofia de investimento da JMalucelli Investimentos se pauta em três pilares: valor, longo prazo e disciplina. Valor para aproveitarmos a ineficiência do mercado na determinação dos preços dos ativos. Longo prazo porque acreditamos no sucesso em investimentos como consequência do tempo e não do *timing*, este último sujeito ao comportamento imprevisível de curto prazo dos mercados financeiros. Por fim, disciplina, para evitar qualquer desvio da nossa filosofia de investimento.

Durante o ano de 2016, as nossas convicções foram colocadas à prova. A boa notícia é que não as sacrificamos por retornos de curto prazo. Contudo, embora os nossos fundos de renda variável tenham obtido rentabilidades significativamente maiores que o CDI, numa janela curta de um ano elas ficaram abaixo dos índices de bolsa.

Ilustraremos por que isso aconteceu e por que acreditamos que os nossos fundos estão bem posicionados para obter rentabilidades satisfatórias no longo prazo.

2016, um ano cheio de surpresas

No ano que passou, os investidores foram lembrados que termos como “altamente provável” e “quase certo” ainda deixam espaço para que se concretizem eventos “pouco prováveis” e “incertos”. O referendo favorável à saída do Reino Unido da União Europeia, o famoso “Brexit”, e a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais nos EUA foram os exemplos mais marcantes.

2016 começou com um intenso pessimismo generalizado que já vinha se arrastando do segundo semestre de 2015. O aumento dos juros pelo banco central nos EUA, as dúvidas sobre o crescimento da economia chinesa e o impacto das baixas cotações do petróleo aumentaram significativamente os prêmios de risco globais. A deterioração das expectativas dos investidores só foi revertida pelos sinais de acomodação monetária emitidos pelos bancos centrais dos Estados Unidos, do Japão e da Europa. O humor dos investidores melhorou, impulsionando o preço dos ativos de risco.

Do seu ponto mais baixo no final de janeiro até o final do primeiro trimestre, o Índice Bovespa subiu impressionantes 33,5%, chegando ao patamar onde ficou até o final do semestre. A maré de liquidez impulsionou a grande maioria das ações cotadas na bolsa local, particularmente aquelas de empresas com alavancagem expressiva.

No terceiro trimestre, os investidores avaliaram o “Brexit” como evento de pouco risco para a economia global, enquanto no Brasil o processo de impeachment influenciou positivamente a confiança dos investidores, empresários e consumidores. Esses dois eventos impulsionaram os preços das ações de empresas metalúrgicas, exportadoras de minério, estatais e bancos.

No último trimestre de 2016, depois de um começo com muito otimismo, ganhou força a visão de que a retomada do crescimento econômico e a resolução dos problemas fiscais seriam processos lentos e de difícil implementação, o que pesou no desempenho de ações de empresas voltadas para o mercado local. No cenário internacional, surpreendeu a eleição de Donald Trump para a presidência dos EUA. Sua agenda inclinada para melhora do ambiente de negócios, aumento de investimentos em infraestrutura e maiores barreiras ao comércio internacional elevou as expectativas de inflação. Como consequência, o retorno do título de 10 anos do governo americano passou de 1,80% antes da eleição para 2,60% em meados de dezembro, impulsionando o dólar e, por consequência, as ações de empresas brasileiras exportadoras de commodities.

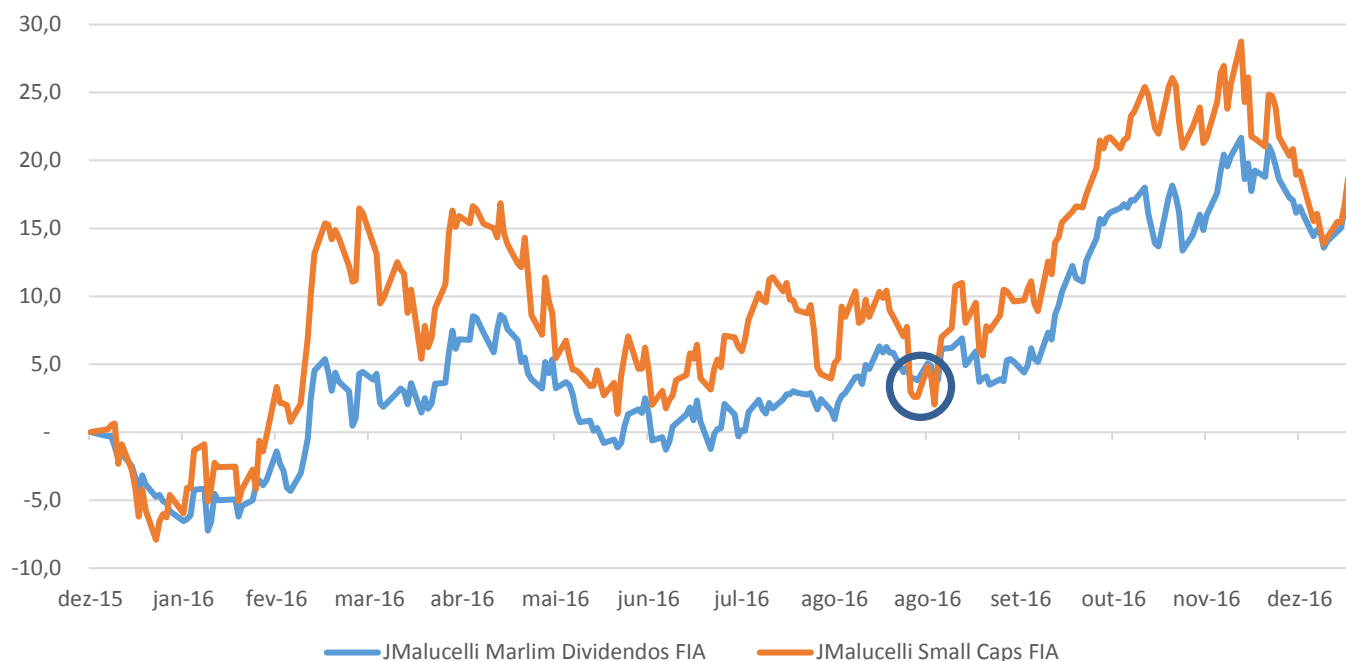
Neste contexto, no ano de 2016, o Índice Bovespa obteve uma rentabilidade de 38,9%.

Nossos fundos

Parte 1: Sprint vs. Maratona

Como se pode notar no Gráfico 1 abaixo, até o final de agosto de 2016, os fundos JMalucelli Marlim Dividendos FIA e JMalucelli Small Caps FIA obtiveram rentabilidades próximas à do Índice Bovespa. Contudo, em um *sprint* de final de ano, o Índice Bovespa abriu uma diferença de rentabilidade de mais de 15%.

Gráfico 1: Diferença de rentabilidade entre o Índice Bovespa e os nossos fundos de renda variável

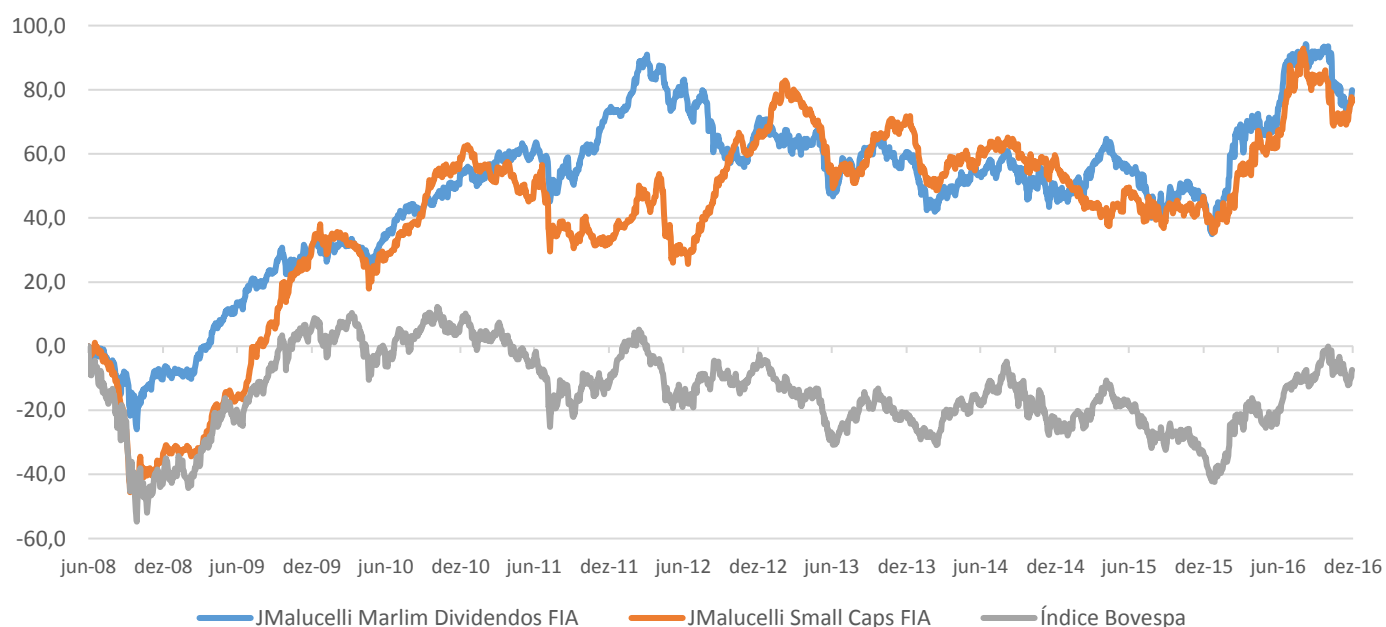


Como mencionamos anteriormente, fatores macroeconômicos tiveram influência mais forte sobre determinados setores da economia, como metalurgia, mineração, bancos e petróleo. As empresas desses setores que compõem o Índice Bovespa foram responsáveis por incríveis 77% da rentabilidade deste em 2016. Com exceção dos bancos, as demais empresas têm perfis de alavancagem, governança e operação que não apresentam nesse momento, em nossa opinião, uma margem de segurança mínima para serem considerados como investimento. Acreditamos que a compra destas ações se aproxima de especulação.

Tabela 1: Empresas dos setores de bancos, petróleo, mineração e metalurgia que compõem o Índice Bovespa

Ativo	Setor	Peso Médio (%)	Contribuição (%)	Retorno da Ação (%)	Dívida Bruta / PL	DY 12M (%)
Petrobras ON/PN	Petróleo	8,6	7,1	121,9	152	-
Itaú Unibanco ON/PN/Itaúsa	Banco	14,0	6,7	49,8		4,7
Bradesco ON/PN	Banco	9,6	6,4	73,6		4,6
Vale ON/PN/Bradespar	Mineração	6,3	5,9	129,1	75	0,7
Banco do Brasil ON	Banco	2,5	1,9	99,4		3,3
Banco Santander UNIT	Banco	0,9	0,7	95,6	-	3,2
Gerdau PN	Metalurgia	0,7	0,7	133,3	76	0,5
CSN ON	Metalurgia	0,6	0,6	171,3	330	-
Metalúrgica Gerdau PN	Metalurgia	0,2	0,2	192,1	86	-
Usiminas PN	Metalurgia	0,1	0,2	169,0	45	-
Total		43,6	30,2			

Para investidores de longo prazo, como a JMalucelli Investimentos, preocupados em identificar ações de empresas negociadas a preços abaixo do seu valor intrínseco, correr atrás da última “moda” não faz parte do processo de investimento. Somos experientes em correr maratonas, não corridas de velocidade. Como podemos ver no Gráfico 2, o tempo demonstra que, em investimentos, ser corredor de maratonas é uma especialidade rentável.

Gráfico 2: Rentabilidade acumulada do Índice Bovespa e dos nossos fundos de renda variável desde 30/06/2008


Parte 2: Valor intrínseco

Iniciamos 2017 com fundos em ótima condição financeira.

A carteira do JMalucelli Marlim Dividendos FIA está composta por empresas que apresentam um *dividend yield* médio de 6,4% ao ano e uma relação dívida líquida sobre patrimônio líquido média abaixo de 30%. Em comparação, o Índice Bovespa apresenta um *dividend yield* médio de apenas 3% e uma alavancagem média de 80%.

A carteira do JMalucelli Small Caps FIA, por sua vez, ostenta empresas com uma alavancagem média de apenas 29%, todas bem geridas e com ótimas perspectivas. Cada investimento, bem como sua respectiva tese de investimento, está listado no Anexo I.

Conclusão

Continuamos entusiasmados com as empresas das quais somos sócios por meio de nossos fundos de ações. O retorno esperado da maioria dos investimentos individuais é alto e acreditamos que o perfil defensivo das nossas carteiras é adequado para eventuais turbulências que possam surgir no caminho. Continuamente garimpando o mercado para identificar novas oportunidades de investimento, agradecemos a confiança depositada em nossa equipe e em nossa filosofia de investimento.

JMalucelli Investimentos: disciplina é o nosso compromisso.

Anexo 1: Os investimentos do JMalucelli Small Caps FIA, em ordem alfabética

Battistella possui como principal ativo uma participação indireta de 35,7% no Porto de Itapoá. Inaugurado em 2011 com uma capacidade de movimentar 500 mil TEUs¹ por ano e com projeto de expansão para 2 milhões de TEUs por ano, o Porto de Itapoá está localizado entre as regiões mais produtivas do Brasil e possui uma série de vantagens competitivas em relação aos seus concorrentes, como a capacidade de receber navios de grande porte e a eficiência de sua operação. A participação da Battistella no Porto de Itapoá é avaliada em R\$ 571 milhões com base em uma recente transação realizada envolvendo uma participação minoritária. Esse valor está significativamente acima do valor de mercado (após subscrição) de R\$ 160 milhões da Battistella.

Enel Distribuição Ceará é responsável pela distribuição de energia elétrica a nove milhões de pessoas no estado do Ceará. A empresa foi capaz de crescer de forma rentável, mesmo com as alterações regulatórias ocorridas desde 2012. As concessões detidas pela companhia proporcionam previsibilidade de receita e uma proteção contra a inflação, base de reajuste para as suas tarifas, até o ano de 2028. Trata-se de uma empresa que combina ótimos indicadores de uma boa oportunidade de investimento: qualidade de gestão, elevadas barreiras de entrada, previsibilidade de receitas e demanda resiliente. Estas qualidades sustentam os atraentes resultados apresentados e possibilitam recorrentes distribuições de proventos aos seus acionistas.

EZTEC é uma das principais incorporadoras imobiliárias do Brasil, com foco na região de São Paulo e empreendimentos residenciais de alto padrão. Com o objetivo de ganhar eficiência de custos, a empresa verticaliza toda a operação, da compra do terreno à construção e posterior venda dos imóveis. Por apresentar baixo endividamento, a EZTEC é uma das empresas que deverá sair fortalecida do ciclo de baixa do mercado imobiliário, preparada para aproveitar a subsequente alta que está pela frente. A empresa está sendo negociada abaixo do valor contábil, que também está subavaliado: a torre B da EZ Towers está contabilizada pelo seu valor de custo de R\$ 250 milhões e estimativas do mercado apontam para um valor próximo a R\$ 700 milhões.

Fras-le, empresa com 60 anos de atividade, se tornou a maior produtora de materiais de fricção da América Latina, especialmente lonas e pastilhas utilizadas em freios automotivos. Com uma operação internacional, com clientes em mais de 80 países e unidades fabris em 3 continentes, apresenta uma exposição líquida positiva à valorização do dólar. Seus produtos são voltados para o mercado de reposição, isto é, para consumidores que estejam realizando revisões e manutenção em seus veículos, fazendo com que, por se tratar de um item de segurança, a empresa se beneficie de uma demanda bastante resiliente. A Fras-le possui caixa disponível para sua expansão orgânica e inorgânica e está sendo negociada a um múltiplo EV/EBITDA próximo a 5 vezes.

Kepler Weber é líder na fabricação de equipamentos para armazenagem, movimentação e beneficiamento de grãos e equipamentos para movimentação de granéis em portos. A empresa possui uma situação financeira sólida, atua em um mercado com grande potencial de expansão e possui importantes vantagens competitivas, como ganhos de escala e qualidade de produto superior ao de seus concorrentes nacionais. Mesmo adotando premissas conservadoras como repasse de preço abaixo da inflação e manutenção de *market share*, estimamos um upside significativo para as suas ações com base nos preços atuais.

¹ Twenty-foot Equivalent Unit (unidade equivalente a vinte pés) é uma medida para expressar a capacidade de terminais de contêineres ou de navios de transporte de contêineres.

Unipar Carbocloro tem como atividade principal a produção de cloro, soda cáustica e derivados, matéria-prima utilizada em diversos segmentos, como tratamento de água, produção de alumínio, processos da indústria de papel e celulose e fabricação de PVC, entre outros. Com a aquisição da argentina Solvay Indupa, anunciada em dezembro de 2016, passou a ser a maior produtora destes produtos no Brasil. Conta com receita resiliente, elevada geração de caixa e boas margens operacionais. Vemos nela uma empresa com grande potencial de distribuição de dividendos, além de apresentar proteção ao dólar, uma vez que seu principal produto, a soda cáustica, tem seu preço fixado com base nos mercados internacionais.

Anexo 2: JMalucelli Marlim Dividendos FIA – Rentabilidades (jun/08 - dez/16)

Período	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,1%	-3,9%	-3,9%	-11,0%	8,4%	3,5%	-8,9%	-8,9%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	0,9%	0,9%	4,4%	7,5%	4,8%	4,1%	4,3%	1,1%	3,2%	-1,0%	2,1%	4,7%	43,6%	30,9%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	-0,8%	0,2%	0,9%	-0,5%	-2,1%	4,3%	5,5%	1,4%	-0,3%	2,6%	0,6%	4,7%	17,7%	54,0%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	-0,9%	0,5%	3,5%	1,2%	1,6%	-0,9%	-1,5%	-4,2%	-0,3%	6,2%	0,8%	6,4%	12,7%	73,5%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	-0,5%	4,5%	5,0%	-1,6%	-5,8%	4,1%	-4,0%	-4,8%	-2,9%	-1,9%	-0,4%	6,3%	-2,8%	68,6%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	-1,0%	-1,0%	-0,8%	0,5%	-1,2%	-6,7%	2,7%	-2,2%	5,2%	2,0%	-2,0%	0,2%	-4,7%	60,6%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-20,8%
2014	-5,5%	-4,6%	3,1%	-0,9%	1,9%	2,2%	-0,1%	4,2%	-3,8%	-1,0%	1,7%	-3,3%	-6,5%	50,1%
Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	2,4%	-0,7%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%	-23,1%
2015	-3,4%	4,9%	1,6%	4,7%	-3,7%	-0,3%	-1,1%	-6,4%	-1,1%	3,6%	0,6%	-0,8%	-2,2%	46,9%
Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-33,3%
2016	-2,6%	4,4%	11,4%	3,0%	-3,3%	5,0%	9,4%	0,2%	-0,5%	1,8%	-6,6%	-0,4%	22,5%	79,9%
Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	-7,4%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 81.208.099,54

Anexo 3: JMalucelli Small Caps FIA – Rentabilidades (jun/08 - dez/16)

Período	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,8%	-7,2%	-18,8%	-23,7%	9,7%	7,5%	-33,4%	-33,4%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	3,6%	0,0%	-2,5%	17,5%	5,2%	0,9%	10,5%	8,5%	6,8%	7,2%	8,7%	4,7%	97,0%	31,1%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	1,1%	1,2%	-2,0%	-1,9%	-3,1%	2,1%	4,6%	3,0%	3,3%	8,2%	0,4%	3,0%	21,2%	58,9%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	0,4%	-1,8%	-1,0%	1,1%	-4,4%	0,8%	-2,5%	-6,4%	-3,3%	4,0%	-4,8%	1,2%	-15,8%	33,8%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	3,0%	2,2%	4,8%	3,6%	-14,2%	-1,3%	3,6%	6,8%	6,6%	5,8%	-0,5%	2,8%	23,5%	65,3%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	3,8%	5,9%	-0,9%	-3,4%	-3,8%	-6,7%	0,5%	-1,7%	3,6%	3,9%	2,6%	1,0%	3,9%	71,7%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-20,8%
2014	-7,9%	-4,1%	1,1%	2,3%	0,7%	2,5%	0,1%	0,9%	-0,4%	-1,9%	-0,5%	0,4%	-7,0%	59,6%
Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	2,4%	-0,7%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%	-23,1%
2015	-5,4%	-1,4%	-3,9%	-1,5%	2,2%	3,7%	-3,6%	0,3%	-1,2%	0,9%	0,2%	1,6%	-8,2%	46,6%
Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-33,3%
2016	-5,5%	2,2%	10,4%	3,6%	-0,1%	3,3%	12,1%	2,8%	-4,4%	-1,1%	-6,2%	3,1%	20,3%	76,3%
Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	-7,4%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 29.849.878,91

Anexo 4: Comparativo – Risco x Retorno (jun/08 - dez/16)

Rentabilidade	2016	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Marlim Dividendos	22,48%	22,48%	19,80%	12,01%	79,87%
JMalucelli Small Caps FIA	20,28%	20,28%	10,44%	2,71%	76,30%
Ibovespa	38,94%	38,94%	20,44%	16,93%	-7,37%

Volatilidade	2016	12 meses	24 meses	36 meses	Início
JMalucelli Marlim Dividendos	14,74%	14,74%	13,95%	13,66%	14,17%
JMalucelli Small Caps FIA	17,35%	17,35%	15,68%	14,53%	16,71%
Ibovespa	26,54%	21,48%	24,91%	24,91%	28,54%