

Cenário Econômico

O mês de março ficou marcado por surpresas na esfera inflacionária e no discurso da política monetária, que provocaram revisões generalizadas sobre as expectativas de juros para o país. Em paralelo, os mercados globais se mostraram cautelosos e o mês foi de rentabilidades ruins para ativos de risco em geral.

No âmbito de política monetária, o Copom decidiu reduzir novamente a taxa de juros em 25 pontos base, trazendo a taxa Selic para 6,50% ao ano. Como a decisão em si começou a ser antecipada pelo mercado nas semanas anteriores à reunião, a principal surpresa ficou por conta da afirmação do Comitê de que pretende continuar o processo de flexibilização com nova redução na reunião seguinte. Vemos com ressalvas esta comunicação explícita de forma antecipada, principalmente por contradizer afirmações anteriores de que o ciclo naquele momento já estaria encerrado. Como destacado em outras oportunidades, uma comunicação clara e com credibilidade é de fundamental importância em um regime de metas de inflação.

De modo geral, é possível concordar que há espaço para reduções adicionais devido à ociosidade da economia e à inflação abaixo do esperado. Contudo, é adequado também ter cautela para esperar os efeitos desse novo patamar de juros serem absorvidos pela economia e refletidos nos índices de preços. Esse processo ocorre com uma defasagem natural, que geralmente pode levar entre seis e doze meses. Com o comunicado apresentado em março, o espaço para nova mudança de opinião ficou bastante limitado, sendo importante para a ancoragem das expectativas de inflação que o cenário desenhado pelo Banco Central se confirme.

Os dados até o momento caminham nesta direção. A inflação de fevereiro, divulgada neste último mês, reforçou a tese de que a inflação brasileira deve se manter baixa neste ano, como sugere a disseminada redução de expectativas. Nós, por outro lado, vemos alguns riscos a esta tese no curto prazo e somos céticos à ideia de que a inflação está sob controle no longo prazo. O risco para a inflação este ano é, principalmente, a alta de preços que não são influenciados pela atividade econômica e, portanto, não estão sob controle da política monetária, como os preços de alimentos e da energia elétrica.

No longo prazo, não acreditamos que o país passou por uma mudança estrutural na dinâmica inflacionária, como sugerem alguns economistas. Pelo contrário, acreditamos que o componente mais peculiar e característico da inflação brasileira, a inércia, continua atuando. O ponto é que após a recessão e, principalmente, a deflação de alimentos, a inércia está funcionando para repetir a baixa inflação passada. Este comportamento benigno da inércia inflacionária parece ser confundido com uma mudança estrutural da inflação.

A pesquisa Focus do Banco Central aponta para uma expectativa de inflação em 3,5% em 2018 e 4,1% em 2019, ambas abaixo das respectivas metas. Como é comum que analistas deem peso maior ao passado recente ao fazer suas projeções, o otimismo de longo prazo pode ser fruto de estimativas enviesadas pela dinâmica corrente.

No âmbito de atividade econômica, apesar do dado de crescimento do último trimestre de 2017 ficar abaixo das expectativas, apontando um crescimento de apenas 0,1% contra o trimestre imediatamente anterior, outras divulgações corroboram a tese de que 2018 será um ano de crescimento. Ainda que em janeiro a taxa de desocupação tenha aumentado marginalmente, o índice de desemprego tem melhorado recorrentemente. De qualquer forma, mostra-se importante uma análise com mais detalhes do mercado de trabalho para esboçar impactos e perspectivas sobre a economia.

Dados do IBGE apontam que terminamos o ano de 2017 com taxa de desocupação em 11,8%, indicador que em janeiro atingiu 12,2%. O número absoluto de pessoas ocupadas, no entanto, continuou a trajetória de melhora, principalmente nos segmentos sem carteira assinada e conta-própria. O segmento que mais sofreu na recessão, o do setor privado com carteira assinada, apresentou ao fim estabilidade, o que também é um bom sinal. Aliada a esta melhora real na renda, o cenário de crédito tem papel fundamental na elevação do consumo das famílias, componente que corresponde a mais de 60% do PIB.

A retomada da economia, como evidenciam os pontos acima, tem um impacto direto no resultado fiscal do governo. A arrecadação corrente tem surpreendido positivamente analistas. Contudo, apesar deste alívio no curto prazo, o governo central continua apresentando déficit primários que prejudicam as perspectivas de longo prazo. Déficits da ordem de R\$ 100 bi, com mais de 90% das despesas rígidas, demandam constante refinanciamento e só podem ser contidos com uma reforma estrutural, ou seja, mudanças nas regras que estabelecem a rigidez de gastos. Como destacado anteriormente, esta reforma passa invariavelmente pelo ajuste no sistema previdenciário, o torna o debate eleitoral de suma importância para os preços de ativos.

Com este panorama, revisitamos nossa projeção de política monetária e acreditamos que o Banco Central terá cautela para alterar as taxas de juros em ambos os sentidos, de modo que, passada a reunião de maio, não devemos ter novas alterações nos juros até muito próximo do final do ano.

Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	6,50%
CDI – Acumulado	6,27%
IPCA – Acumulado	3,82%
Crescimento do PIB	2,80%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	-4,2%	4,7%	49,2%	177,6%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	0,5%	9,8%	37,1%	156,8%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	0,0%	11,7%	33,7%	31,3%
IBX-50	0,1%	12,3%	34,7%	46,3%
Índice Small Caps	0,1%	4,0%	36,6%	73,1%
Índice Dividendos	1,1%	10,4%	22,0%	88,9%

Small Caps – Comentário Mensal

Em março, o JMalucelli Small Caps teve rentabilidade negativa de 4,2%. O principal destaque no mês foi o desinvestimento que realizamos na companhia Unipar, auferindo ganhos equivalentes a 24% ao ano desde 2008, o que supera com bastante folga o retorno do CDI e do Ibovespa neste período. Embora estejamos convictos de que a companhia continuará entregando bons resultados com fluxos de caixa confortáveis, parece-nos que, no atual nível de preços, muito do potencial de valorização já foi reconhecido. Como referência, somente nos últimos doze meses suas ações se valorizaram mais de 500%. Desta forma, optamos por vender a posição e privilegiar aquelas com maiores potenciais de valorização, reforçando nossa visão positiva para as demais empresas que compõem nosso portfólio.

A rentabilidade da carteira no mês foi impactada principalmente pelo desempenho das ações de Kepler Weber e Valid, que sofreram quedas de 7,6% e 8,1%, respectivamente. Em Kepler Weber, empresa que debatemos nos meses anteriores, a convicção aumenta a cada nova queda de preços, de modo que estamos, nestes meses, reforçando nossa posição. A nossa expectativa é de uma geração de caixa de aproximadamente R\$ 75 milhões em 2018, o que, em uma empresa com baixa alavancagem e pouca necessidade de investimentos, torna bastante barato o atual valor de mercado, próximo a R\$ 300 milhões.

A Valid, por sua vez, divulgou os resultados de 2017 com uma queda na receita consolidada. Dentro deste cenário, uma análise mais minuciosa dos negócios da companhia é necessária para entender a dinâmica do negócio e suas perspectivas de longo prazo.

A Valid desenvolve e produz tecnologias de segurança e identificação, identificando pessoas e processos por meio de documentos pessoais, *chips* para celulares, cartões de crédito e certificação digital, entre outras coisas. Trata-se de negócio com elevada barreira de entrada por ser intensivo em tecnologia e exigir relações de confiança entre clientes e fornecedores, uma vez que a empresa

acessa e trabalha com dados absolutamente confidenciais, o que leva tempo para ser construído. Atualmente, a empresa classifica suas atividades em quatro segmentos: identificação de pessoas, meios de pagamento, meios de comunicação e certificação digital.

Em 2017, o segmento de identificação, responsável por 70% do EBITDA consolidado, continuou como destaque positivo. Houve crescimento no volume e nas margens, recuperando os níveis de rentabilidade e consolidando sua presença nos Estados Unidos. A perspectiva desta linha de negócios é muito favorável, uma vez que as operações no Brasil continuam se expandindo e as dos Estados Unidos, agora que a primeira implantação foi bem-sucedida, possui potencial para crescer exponencialmente.

As outras linhas de negócios da empresa, por sua vez, passam por importantes transformações tecnológicas. Como exemplo, o segmento de meios de comunicação, representado pela venda de cartões para celulares, vem perdendo relevância conforme estes cartões se tornam baratos e não diferenciáveis. A companhia, no entanto, está um passo à frente dos concorrentes ao lançar os produtos da próxima geração, antecipando-se em oportunidades com a chamada Internet das Coisas, migrando de uma oferta de cartões exclusivamente para celulares para uma oferta de *chips* e produtos que se conectam para coleta e transmissão de dados. O primeiro exemplo é a parceria com a Audi, por meio da qual a Valid oferece soluções de conectividade para os automóveis da montadora alemã. Acreditamos que o mercado tem uma visão limitada da empresa ao atribuir pouco valor ao potencial de inovação e crescimento, vendo apenas como a margem e volume dos cartões tradicionais naturalmente caem e negligenciando o que vem a substituí-lo.

A Fras-le, por sua vez, atua na fabricação de componentes automobilísticos, especialmente lonas e pastilhas de freios utilizados em veículos comerciais, passeio, aviões e trens. A estratégia da empresa tem sido muito bem-sucedida em manter operações saudáveis, com uma estrutura bem capitalizada e se aproveitando de oportunidades de aquisições estratégicas, alavancando os resultados com ganhos de escala e sinergias. A companhia encerrou 2017 com uma receita líquida levemente superior a 2016 e completando um dos períodos de maior expansão no mercado internacional. A companhia realizou importantes aquisições e associações na Argentina, Uruguai, Índia, China e Colômbia, em linha com sua estratégia de reforçar sua presença nos principais mercados automotivos do mundo.

Na Argentina, por exemplo, a Fras-le adquiriu a Armetal, importante distribuidor no mercado local, que é o segundo maior da América Latina. A empresa irá se aproveitar da rede de fornecedores que a Armetal desenvolveu ao longo dos anos e poderá acrescentar novos produtos, especialmente no centro de distribuição recém-criado na Colômbia. Desta forma, pode aumentar as vendas na região da América do Sul voltada para o oceano pacífico e a América Central. No mercado doméstico, a simples retomada da economia, o aumento da produção das montadoras e a utilização da frota ociosa tendem a impulsionar os resultados em 2018. Com resultados crescentes, a valorização de suas ações tende a ser gradual e consistente nos próximos anos.

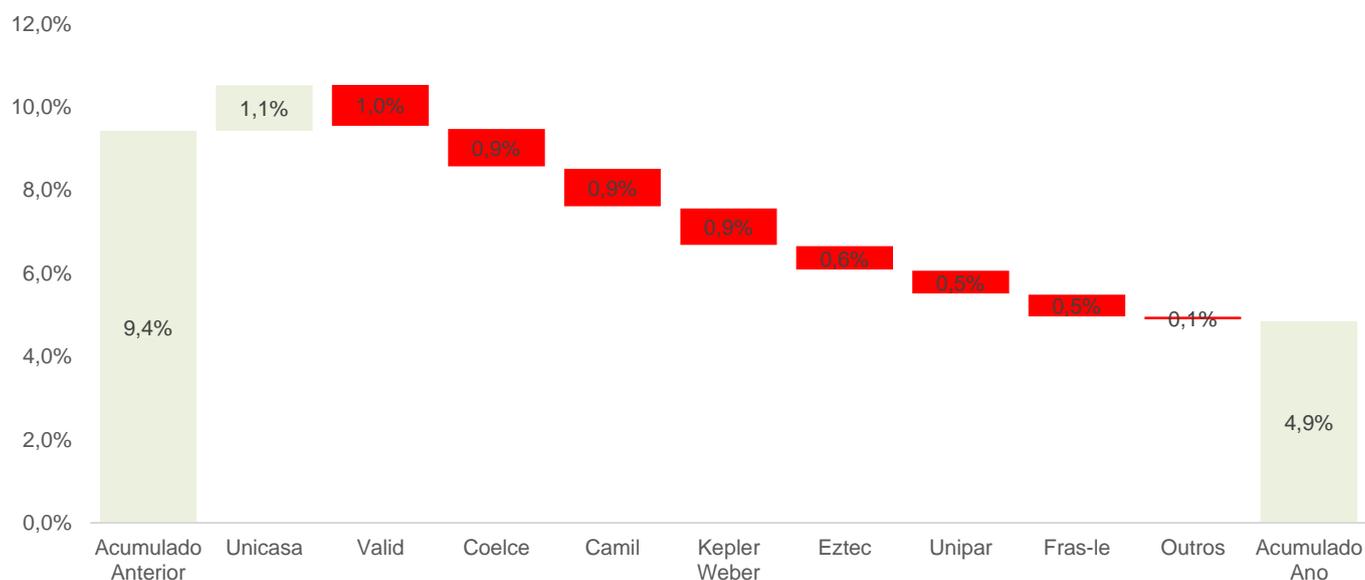
O destaque positivo do mês ficou por conta das ações da Unicasa, que tiveram valorização de 10,4% em março, após divulgação de resultados em linha com o que esperávamos, surpreendendo positivamente a média do mercado.

Nossa tese de investimento em Unicasa é sustentada por dois pilares principais. O primeiro deles é a qualidade do negócio, que apresenta alavancagem operacional através de fábricas modernas com elevada capacidade instalada, uma estrutura de capital com baixo endividamento e um modelo escalável de expansão, semelhante ao de franquias. O segundo é representado por um *valuation* atrativo com um catalisador evidente e próximo, uma vez que o mercado tem atribuído no preço das ações da empresa uma perspectiva de perpetuação dos resultados recentes, prejudicado por linhas de despesas não recorrentes dos últimos anos que não devem se repetir nos exercícios seguintes.

Dentro deste cenário, a empresa deve se aproveitar da retomada da economia e do consumo para aumentar o faturamento e, devido à alavancagem operacional e à escalabilidade de operações, expandir margens e aumentar de forma desproporcional o resultado líquido. As nossas projeções conservadoras, de qualquer forma, dependem apenas da normalização das despesas com vendas e administrativas, que poluíram os resultados passados, para se confirmar. Quaisquer aumentos de receita serão *upsides* adicionais.

Com base em nossa convicção na atratividade deste investimento, reforçamos nossa posição no papel ao longo do mês de março. Conforme comunicado enviado ao mercado, atingimos, por meio de fundos de investimento sob nossa gestão, como o JMalucelli Small Caps, participação superior a 5% do capital da empresa.

Small Caps – Atribuição de Performance



Dividendos – Comentário Mensal

O JMalucelli Marlim Dividendos encerrou o mês de março com rentabilidade de 0,5%, com destaque para os resultados divulgados por duas companhias com ações presentes em sua carteira, Comgás e Ambev.

Comgás é uma empresa de distribuição de gás canalizado, responsável por atender aos segmentos residencial, comercial e industrial, além de fornecer gás natural para veículos, para geração de energia e para plantas de cogeração. A empresa apresentou uma pequena queda de 2,4% na receita anual, mas os dois últimos trimestres foram animadores ao apresentarem crescimentos de 11% e 13% comparados aos mesmos períodos de 2016. Gostamos da empresa pela recorrência da receita e a elevada rentabilidade de seu negócio, que garante uma elevada geração de caixa e a credencia anualmente como boa pagadora de dividendos. Em 2018, esperamos um *dividend yield* de pelo menos 6%.

A Ambev, por sua vez, apresentou resultados que consolidam a retomada da companhia tanto no desempenho de vendas quanto na eficiência de suas operações em 2017. No Brasil, os aumentos trimestral e anual no volume vendido de cervejas foram de 5,1% e 0,7%, respectivamente, enquanto que o mercado como um todo permaneceu estável no trimestre e com queda no ano. Para 2018, as expectativas são positivas no Brasil com a tendência de retomada da economia e com os impactos esperados da Copa do Mundo, evento que favorece as vendas dos principais produtos da empresa.

Dividendos – Atribuição de Performance

