

Cenário Econômico

O fim do mês de outubro marca também o fim do processo eleitoral de 2018. Marcadas pela rejeição a partidos e políticos tradicionais e ascensão de novos nomes, estas eleições também mostraram o protagonismo das redes sociais em detrimento ao tempo de televisão, uma mudança de hábitos da população que tem impactos muito além da política. As limitações às doações de campanha, a falta de controle no compartilhamento de *fake news* e os voto crítico e de protesto também foram temas relevantes nesta corrida eleitoral.

Alguns números dos resultados finais nos parecem interessantes. Jair Bolsonaro do PSL alcançou 58 milhões de votos no segundo turno e foi eleito presidente de um país com mais de 200 milhões de habitantes, superando os 47 milhões de votos do rival no segundo turno. Chama a atenção, no entanto, que expressivos 42 milhões de votos de alguma forma não escolheram nenhum dos dois candidatos.

Nas eleições legislativas e estaduais, vimos também uma renovação importante. No Congresso, menos da metade dos eleitos estava concorrendo à reeleição e quase 20% havia se candidatado pela primeira vez. Com a renovação, porém, surge também a inexperiência. O próprio presidente, com carreira majoritariamente parlamentar, estará no executivo pela primeira vez. Atender uma pluralidade de interesses e saber negociar apoio para as pautas mais difíceis e necessárias serão uma novidade em seu dia-a-dia. A nova composição do legislativo, de qualquer forma, deve ajudar neste ponto.

Segundo estimativas, das 513 cadeiras do Congresso a partir de 2019, 140 (27%) são de oposição enquanto 256 (50%) são de apoio declarado ao PSL, partido do presidente. Das 81 posições do Senado Federal, 13 (16%) são de oposição e 33 (41%) de apoio. Apesar de declarar que não irá aderir ao “toma-lá-dá-cá”, o presidente eleito não terá como evitar negociar com os demais partidos para aprovação de medidas, visto que, em diferentes casos, precisará de bem mais que a metade dos votos para aprovação de projetos. Espera-se, neste momento, que o apoio adicional de partidos tradicionais de centro-direita, como MDB e PSDB, ao redor de medidas de ajuste econômico, ganhe força e viabilize uma agenda positiva para o país.

Como em outras eleições, a popularidade do presidente eleito deve atingir um pico ao redor de três meses depois da posse. Neste período, desde que mantenha indicações técnicas para ministérios, agências e estatais e uma agenda positiva de ajuste fiscal, o presidente deverá gozar de um voto de confiança do mercado. O apoio no legislativo também deve ser maior nesta fase, caracterizando a lua-de-mel presidencial. Será sensato atacar as medidas mais difíceis e importantes, como a Reforma da Previdência, neste período.

Com relação à agenda econômica, o presidente eleito procura garantir que sua falta de experiência e conhecimento nesta área seja compensada pela maior autonomia do futuro Ministro da Fazenda. Há dúvidas, no entanto, se Paulo Guedes permanecerá no cargo até o fim, com condições de tirar suas ideias do papel, ou se veremos a repetição do trágico ocorrido com Joaquim Levy – um

ministro defendendo sozinho as medidas de ajuste fiscal enquanto o próprio governo cede a pressões legislativas para aprovação de outras pautas.

Olhando para os mercados, percebemos um voto de confiança ao presidente eleito. Os prêmios de risco cederam com a expectativa de uma agenda de desburocratização, privatizações, eficiência, redução do déficit público e um corpo executivo técnico. Ainda que ninguém espere que todos os problemas do país sejam resolvidos em quatro anos, o que temos agora é uma sinalização do caminho que será perseguido, o que por si só é positivo e vem gerando aumento de confiança dos agentes.

Com maior confiança, há a ampliação do horizonte de planejamento, o que contribui para o ciclo de investimentos e ajuda a reativar a economia. Como o país se encontra com baixa alavancagem no setor privado e um hiato de produto muito grande, os juros podem permanecer relativamente baixos na ausência de pressões imediatas sobre a inflação, a qual deve permanecer em torno da meta. Com as contas externas confortáveis, por sua vez, a economia real brasileira também está mais blindada dos riscos internacionais.

Considerando todos estes pontos, é razoável esperar bons retornos para bolsa e demais ativos de risco no Brasil nos próximos meses, à medida que esta tese de retomada cíclica e encaminhamento das medidas de ajuste fiscal se concretize. Os fundamentos, conforme destacamos nos últimos meses, sustentam este otimismo.

Projeções

Indicador	2018
Meta Selic – Fim do Período	6,50%
CDI – Acumulado	6,27%
IPCA – Acumulado	4,30%
Crescimento do PIB	1,50%

Rentabilidades

Fundos	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
JMalucelli Small Caps FIA	20,1%	3,7%	6,9%	175,0%
JMalucelli Marlim Dividendos FIA	5,6%	2,8%	7,5%	140,6%

Índices	Mês	Ano	12 Meses	Desde 30/06/2008
Ibovespa	10,2%	14,4%	17,6%	34,5%
IBX-50	9,7%	14,5%	17,7%	49,3%
Índice Small Caps	12,6%	1,1%	5,5%	68,1%
Índice Dividendos	11,4%	7,4%	5,2%	83,8%

Small Caps – Comentário Mensal

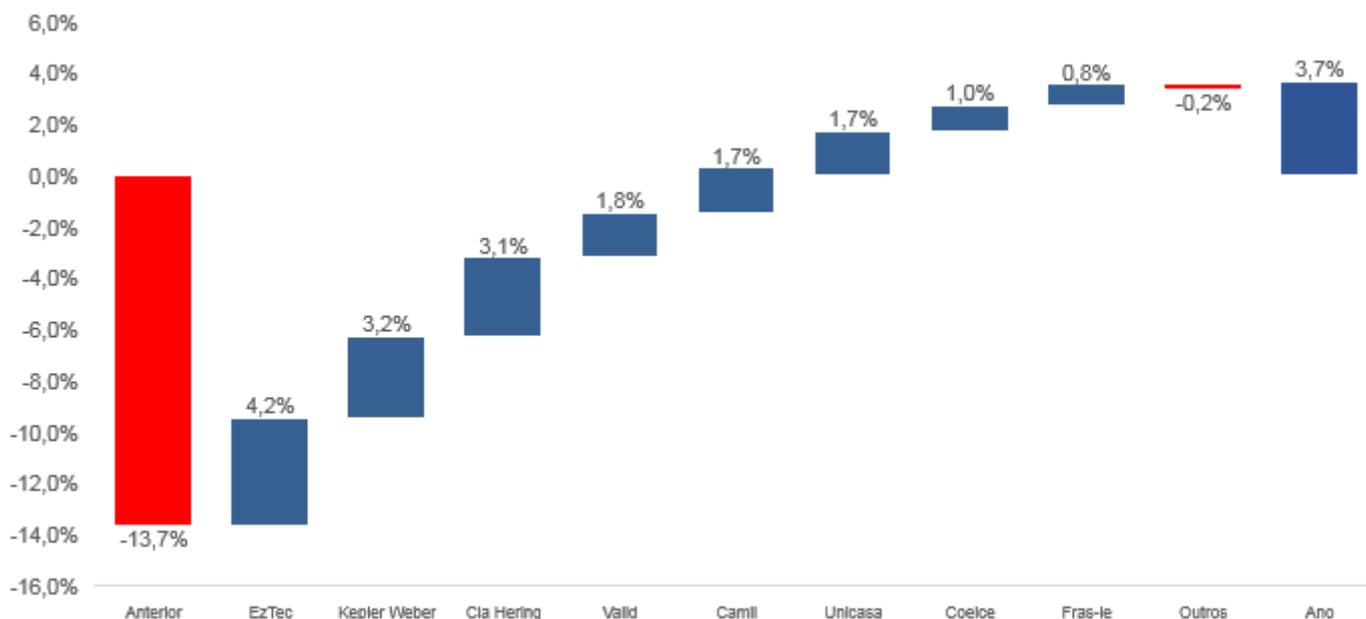
No mês de outubro, o JMalucelli Small Caps obteve boa rentabilidade, muito acima do *benchmark*. Enquanto os ativos mais líquidos da bolsa já vinham precificando um melhor cenário prospectivo para a economia, as ações de empresas menores ainda não apresentavam uma performance condizente. Com a redução do nível de incertezas, as ações de empresas de menor capitalização, como as do nosso portfólio, devem apresentar maior potencial de retorno do que aquelas mais líquidas.

Entre as boas notícias de outubro, destacamos que a companhia Camil Alimentos anunciou sua primeira aquisição desde seu IPO. Desde o processo de abertura de capital, a diretoria da Camil apresentou uma proposta de crescimento baseada na ampliação do número de marcas, expansão geográfica e ampliação do portfólio de produtos para outros alimentos que pudessem se beneficiar do processo logístico e operacional já construído.

Nos últimos anos, porém, como consequência da crise econômica nacional, a Camil viu os preços dos seus principais produtos registrarem expressivas quedas, cenário em que a companhia optou por preservar margens em detrimento à manutenção de volumes de vendas. Alguns acionistas não ficaram contentes com a decisão e pressionaram o preço das ações da companhia, fazendo com que o valor de mercado chegasse a R\$ 2,4 bilhões em dezembro de 2017, aproximadamente 33% abaixo da avaliação na sua estreia na bolsa de valores. Foi neste momento que aproveitamos para investir na companhia através do nosso fundo Small Caps. A oportunidade de sermos sócios de uma companhia com diversas vantagens competitivas, como capacidade de repasse de preço, liderança de mercado e marcas reconhecidas, com uma margem de segurança atraente, era o que estávamos buscando.

Agora, a Camil realizou a compra da SLC Alimentos, quinta maior empresa do ramo no país e dona das marcas de arroz e feijão Namorado, Butuí e Bonzão. O valor da aquisição foi definido em R\$ 180 milhões. Esta aquisição deve adicionar à companhia um faturamento de aproximadamente R\$ 500 milhões, totalizando R\$ 5 bilhões de faturamento consolidado anual. Em termos de geração de caixa, como a SLC Alimentos gerava individualmente um EBITDA de aproximadamente R\$ 30 milhões, a Camil deve consolidar um EBITDA superior a R\$ 500 milhões ao ano a partir de 2019. Como comparação, o valor de mercado da Camil no fechamento de outubro era de R\$ 3,3 bilhões, o qual, somado ao seu endividamento líquido, representa aproximadamente 8 vezes sua geração de caixa.

Com esta aquisição, a Camil se consolida ainda mais na liderança do mercado de arroz, passando a operar mais que o dobro do volume do segundo colocado, além de elevar sua presença nas regiões Sul e Sudeste do país. O EBITDA das linhas adquiridas, por sua vez, tem significativo potencial de expansão devido às sinergias a serem exploradas. Com isto, a empresa vira a página da crise econômica dos últimos anos e começa a pôr em prática o esperado plano de consolidação do mercado. Estamos convictos, nesse sentido, de que a Camil deve se tornar a grande líder do mercado de grãos no Brasil e na América Latina.

Small Caps – Atribuição de Performance

Dividendos – Comentário Mensal

No mês de outubro, começaram as divulgações de resultados do terceiro trimestre das empresas investidas pelos nossos fundos. No caso do JMalucelli Marlim Dividendos, não podemos deixar de ressaltar a resiliência do setor financeiro, refletida, por exemplo, no resultado apresentado pelo Bradesco.

No terceiro trimestre do ano, o banco apresentou um lucro líquido recorrente de R\$ 5,4 bilhões, 14% acima do mesmo período de 2017. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido foi de 19% a.a., 60 bps acima do registrado no trimestre anterior, impactado principalmente pela redução do índice de inadimplência, que passou de 3,9% para 3,6% neste trimestre.

Com a incerteza do cenário eleitoral, a carteira de crédito expandida cresceu apenas 1,5% em relação ao trimestre anterior. Com a redução das incertezas, por sua vez, o banco deve apresentar um crescimento acima do PIB nos próximos anos. O elevado Índice de Basileia de 16,8% no fechamento do trimestre reforça essa tese, enquanto que a manutenção dos *spreads* e a queda da inadimplência continuam a ser *drivers* importantes para melhora da rentabilidade.

Como riscos para os próximos períodos, destacamos o posicionamento do Congresso em relação a Lei 13.169/15, que elevou a alíquota de CSLL das instituições financeiras de 15% para 20% até 31 de dezembro de 2018. Devido aos desafios fiscais que o governo enfrenta, parecem grandes as chances deste aumento, responsável por R\$ 5 bilhões em arrecadação adicional, permanecer por mais tempo.

Dividendos – Atribuição de Performance

