

Comentários do Gestor

Maio de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA®

Alexandre Brito, CGA



Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 6,05% em maio/2020 contra 8,57% do Ibovespa, representando um desempenho inferior ao índice de mercado de -2,52%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de -1,15% e o Ibovespa -9,92% (prêmio de 8,77% sobre a bolsa).

Em nossos Comentários referente ao mês de maio/2020, iniciaremos com uma discussão sobre uma palestra de Seth Klarman realizada em 2010, logo após a grande crise de 2008, que tivemos o privilégio de participar cujos ensinamentos nos parece bastante atual. Além disso, apresentaremos breve análise do setor de Petróleo & Gás, a cadeia de valor do setor de construção e as posições do fundo que possuem exposição à variação cambial.

Seth Klarman –
Opportunities for Patient
Investors – Financial
Analysts Journal, Vol. 66,
Nº 5 (September/October
2010), p. 18.

—
“Não confie nos números. Sempre olhe para o que está por trás deles.”

—
Como sempre gostamos de frisar, seguimos a filosofia de investimento em valor (*value investing*). Partimos do pressuposto que as ações que o fundo adquire não são pedaços de papel, um simples código com letras e números, o piscar de cotações verdes e vermelhas em nossas telas ou, menos ainda, apenas pontos em um gráfico. Olhamos para as ações como o que realmente são: participações societárias em empresas.

3 Finacap Mauritsstad FIA

Na conferência anual do CFA Institute em maio/2010 na cidade de Boston/EUA, tivemos a oportunidade de assistir uma palestra com uma das principais referências de value investing no mundo, o fundador do hedge fund Baupost Group, Seth Klarman.

Nesta palestra, em formato de conversa, Klarman procurou mostrar como é difícil executar uma estratégia contrária. As melhores oportunidade são comumente negligenciadas pelo mercado. O desinteresse vem justamente da característica própria do mercado de buscar ganhos de curto prazo. Porém, as verdadeiras barganhas, que são vendidas abaixo do seu valor justo, levam tempo para entregar retorno.

⁴ibid.

Klarman reforça a importância da paciência e da disciplina quando diz que “Investimento em valor funciona apenas em horizontes de longo prazo”¹. Não é prudente investir ou desenvolver um ativo real – seja empresa, imóvel, terreno – com o anseio de obter retorno no curto prazo.

—

Howard Marks – CFA
Institute 73rd Annual
Conference - 2020

“Todo grande investimento começa com desconforto.”

—

Na Conferência Anual do CFA Institute deste ano, realizada pela primeira vez de forma totalmente virtual, outra lenda do value investing, Howard Marks demonstra a importância do pensamento contrário ao mercado para ser bem sucedido como um investidor. Afastar-se da manada é crucial. Sem esta mentalidade, não é possível identificar as oportunidades de barganha que o mercado oferece.

Marks afirma que há barganhas porque a maior parte da multidão não gosta delas. Caso o mercado gostasse, elas não estariam

4 Finacap Mauritsstad FIA

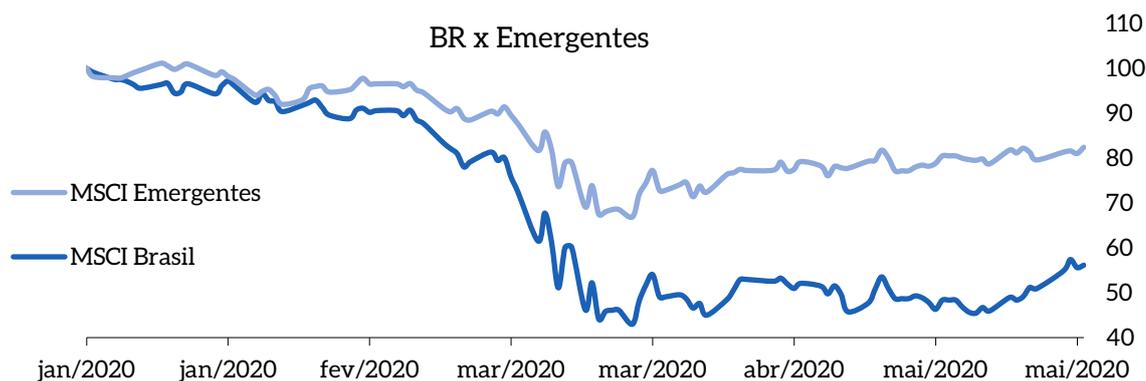
baratas. Porém, ele enfatiza a importância de um estudo profundo dos fundamentos. Não é razoável montar posições contrárias ao mercado sem possuir uma tese muito bem fundamentada para justificar o investimento. Por isso a importância da disciplina e consistência em nossas atividades diárias.

Benjamin Graham – O
Investidor Inteligente

“Os profissionais de investimento bem-sucedidos têm duas coisas em comum: primeiro, são disciplinados e consistentes, recusando-se a mudar de abordagem mesmo se ela saiu de moda. Segundo, pensam muito sobre o que fazem e como o fazem, mas prestam muito pouca atenção ao que faz o mercado.”

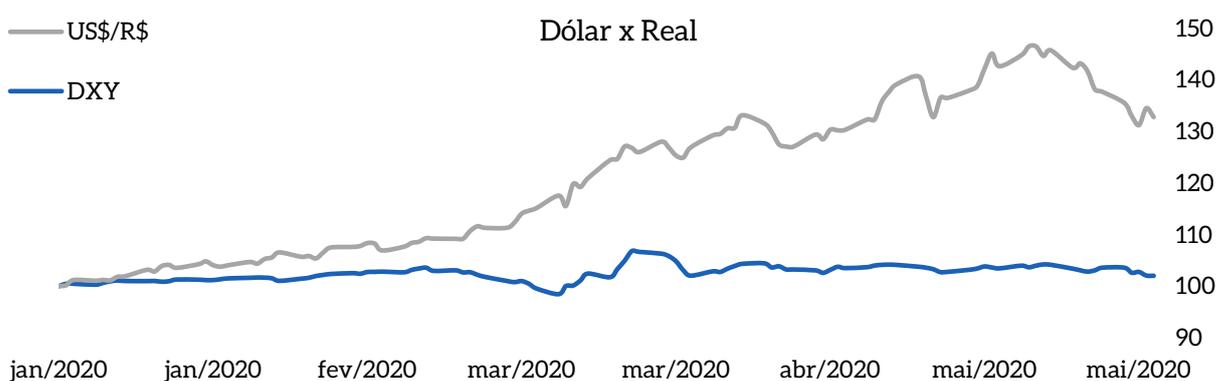
Brasil x Resto do Mundo

Um fenômeno que nos tem chamado a atenção nesta crise provocada pela pandemia do Covid19 é o impacto desproporcional na precificação dos ativos brasileiros em relação ao resto do mundo. Comparamos o desempenho neste ano do Ibovespa contra o índice das bolsas de economias emergentes, ambos em dólar e verificamos uma discrepância significativa na desvalorização nossa em relação a este grupo países que foram afetados de forma semelhante pela crise sanitária.



5 Finacap Mauritsstad FIA

Essa perda relativa aparentemente tem relação com um aumento na aversão do investidor estrangeiro com relação ao Brasil. No gráfico abaixo verificamos como nossa moeda perdeu valor em relação a cesta das principais moedas negociadas internacionalmente.



Na nossa visão, alguns fatores, ou melhor, o conjunto das variáveis abaixo podem explicar esse comportamento:

1. Diferencial de juros: Desde a década de 90, o Brasil tem taxas de juros significativamente superior ao dos Estados Unidos. Esse diferencial proporcionou uma lucrativa operação de *carry-trade* (empréstimo em dólar e aplicação em real) que manteve a atratividade da nossa moeda. Com a queda da Selic para 3,00% a.a. esta operação não parece ser mais tão interessante;
2. Risco político: A queda de 3 ministros com forte apoio da opinião pública e a crescente tensão entre o Poder Executivo, o Judiciário e o Congresso, aumentou o risco de ruptura democrática no país. Em determinados momentos vimos propostas na Câmara, para suporte financeiro aos estados, que claramente comprometiam a sustentabilidade fiscal do país;
3. A imagem do governo na mídia em geral, e mais especificamente, na cobertura internacional, certamente não ajuda a recuperação da atratividade do nosso mercado para o investidor

estrangeiro. O alinhamento do presidente Bolsonaro com o governo Trump reforça a aversão da mídia ao nosso presidente e os benefícios econômicos dessa aliança ainda não se materializaram.

Posições expostas à variação cambial

Historicamente a desvalorização cambial tem efeito positivo para nossa economia. Nossas empresas exportadoras ficam mais competitivas internacionalmente e o mercado interno se torna mais blindado a competição externa. A alta do dólar acaba funcionando como uma taxaço ao produto importado, beneficiando várias indústrias que conseguem melhorar a rentabilidade de sua operação.

No passado esse processo sempre se deu de forma traumática por conta do efeito dessa desvalorização sobre a inflação e consequentemente na política monetária. Para limitar o repasse de preços o Bacen era obrigado a subir fortemente os juros penalizando a economia de forma geral, mas especialmente setores mais sensíveis a endividamento como o de consumo e construção civil.

A boa notícia é que desta vez, provavelmente os efeitos negativos relatados acima não se repetirão. Até o momento, a recessão provocada pela pandemia está pressionando os índices inflacionários para baixo e o consenso é que o Bacen deverá reduzir ainda mais a Selic, já na sua mínima histórica. A política monetária e fiscal fortemente expansiva, certamente terão efeitos assim que as restrições ao funcionamento das empresas forem retiradas. Neste momento em que escrevemos esta carta temos a notícia de criação de 2,5 milhões de empregos nos EUA no mês de maio.

Na nossa carteira a empresa que mais se beneficiou deste cenário foi a Vale. A empresa não apenas se beneficia desta relação cambial, por ter suas receitas em dólar e grande parte dos custos

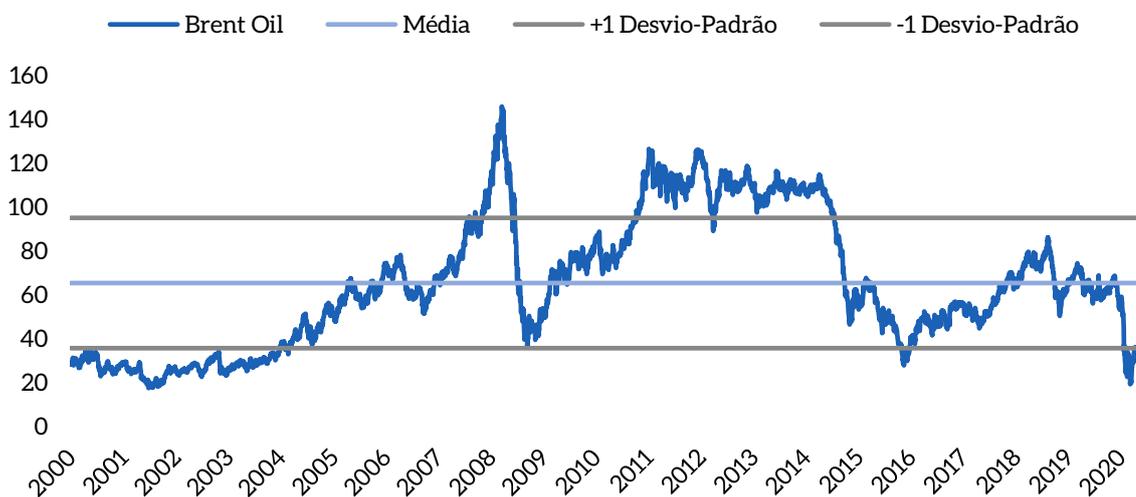
em real, como também pela recuperação da cotação do minério de ferro (principal produto da companhia) que está reagindo a retomada da atividade econômica na China.

Neste mês a ação apresentou um retorno de 18,15%, sendo nossa principal posição do setor de Mineração.

Petróleo & Gás

No mês de maio, a Petrobras, nossa maior posição do setor de Petróleo & Gás, apresentou uma valorização de 12,69%. Entendemos que essa valorização foi consequência da reversão da tendência de queda nos preços do barril de petróleo.

Comumente escrevemos nesse espaço a respeito de nossa tese de reversão à média para as empresas atreladas a commodities. No gráfico abaixo, apresentamos a cotação do petróleo tipo Brent. A linha contínua horizontal apresenta o preço médio de equilíbrio da commodity nos últimos 20 anos, que seria em torno de US\$ 65/barril. Fica evidente nesta análise que, mesmo com a recuperação recente, a cotação ainda está 1 desvio padrão abaixo da média histórica da cotação. Tal avaliação nos mostra que ainda há um bom espaço de valorização da commodity, a qual pode entrar em um ciclo de alta nos próximos anos.



Ademais, temos preferência pela companhia não apenas por vermos oportunidade no setor de Petróleo, mas por características intrínsecas da própria empresa, como: (i) estratégia corporativa de desinvestimento em ativos *non-core* e foco nas atividades em que possui vantagens competitivas; (ii) acesso a um robusto mercado doméstico; (iii) produtos de maior qualidade e de baixo teor de enxofre; (iv) boa estrutura de custo de produção; (v) balanço equilibrado, bom nível de liquidez e com acesso aos mercados de capitais.

Cadeia de Valor do Setor de Construção

O mercado de construção civil tem indicadores que nos deixam otimistas com as perspectivas para os próximos anos com o setor. A começar que, com o crescimento natural da população brasileira, a estimativa é que sejam necessárias a construção de 1,5 milhões de novas residências por ano. A capacidade atual do setor é de entregar em torno de 500 a 600 mil por ano. Tal discrepância entre a demanda e a oferta é conhecida tecnicamente no setor de “déficit habitacional”. Este déficit gira em torno de 900 mil a 1 milhão ao ano de demanda reprimida, sendo ainda mais evidente nos segmentos de baixa renda.

Sendo assim, este é um dos temas que permeiam algumas posições estratégicas do fundo, a saber: incorporadoras e indústria de insumos para construção.

Em relação à Siderurgia & Metalurgia (produtoras de aço), a principal alocação do fundo é a Metalúrgica Gerdau S/A – que apresentou valorização no mês de 19,81%. Entendemos que a magnitude dessa valorização se explica especialmente pela retomada, em algumas cidades, do setor de construção civil – que também foi considerado atividade essencial pelo governo.

Evidentemente, o setor também enfrenta adversidades com o momento. No início do ano, as siderúrgicas operavam com 62% da sua capacidade, atualmente estão com 40%. Os principais segmentos atendidos por essa importante indústria são: autopeças, automóveis, máquinas e equipamentos, construção civil, infraestrutura e consumo de linha branca.

A Gerdau, pelo perfil de sua produção, mais voltada para aços longos, tem relação direta com o desempenho da construção civil. Além disso, investimentos feitos na aquisição de jazidas de minério de ferro na década passada representam diferencial importante para competitividade da empresa.

Incorporadoras

Começamos a investir em incorporadoras em 2008, em plena crise financeira do Subprime. Acompanhamos a euforia de IPO's de incorporadoras em 2007 de longe, apesar de reconhecermos o potencial do mercado que mencionamos acima. Os preços propostos para as ações, entretanto, não nos estimulava pois já consideravam os cenários mais otimistas como favas contadas. A crise de 2008, que ocorreu logo em seguida, nos proporcionou uma janela de entrada. Adquirimos ações da MRV e da Brookfield.

Como já discutimos em outras cartas, a Brookfield foi um dos erros mais marcantes da nossa experiência na bolsa. A MRV, ao contrário, mesmo sentindo os efeitos da forte crise que tirou do mercado mais da metade daquelas empresas que abriram capital em 2007, se saiu extremamente bem ao longo dos anos. Além de continuar forte no setor de incorporação na baixa renda, originou dois negócios altamente promissores, o banco digital Inter e a empresa de logística LOG CP.

A MRV é líder em seu segmento de construção civil para a baixa renda e tem um histórico comprovado de boa administração e crescimento consistente. A companhia, mesmo antes da pandemia, já vinha inovando em sua forma de venda. Recentemente lançou a plataforma Luggo, que facilita bastante o processo de locação dos imóveis sendo completamente digital e intuitiva.

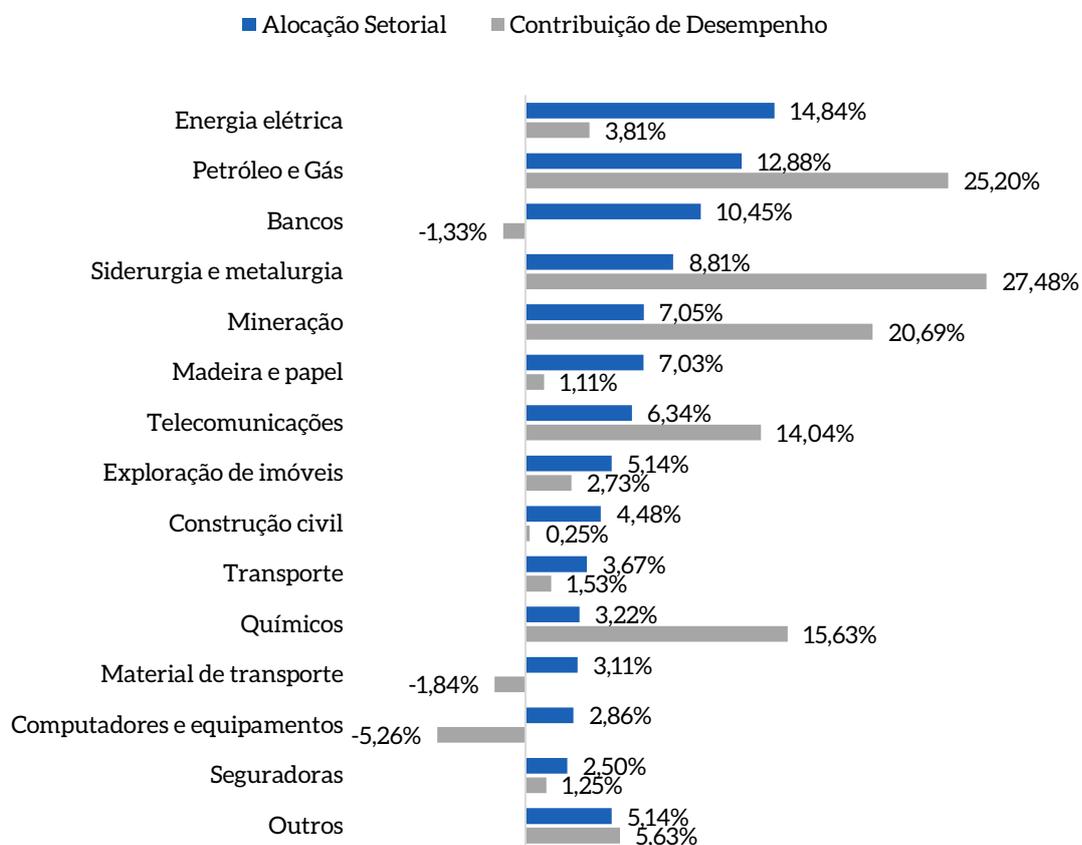
A LOG era uma subsidiária da MRV, mas que passou pelo processo de *spin-off* no momento em que a administração percebeu o potencial de crescimento dessa unidade de negócio que atuava no setor galpões logísticos. Assim, nosso investimento na empresa começou de forma passiva, recebendo ações decorrentes da cisão desta empresa da nossa investida MRV. Ao longo do tempo aumentamos o investimento nesta ação na medida que percebemos importante valor a ser capturado nesta operação.

Sempre nos impressionou o conhecimento dos empreendedores da MRV sobre o potencial imobiliário nas várias regiões do país. Constatamos esse ativo intangível sendo realizado neste projeto. Entendemos que a LOG se diferencia dos demais operadores logísticos por deter *know-how* em todo o processo produtivo do segmento: desde a aquisição dos terrenos, até a construção, locação e administração.

A LOG CP é uma das produtoras de menor custo do segmento. Enquanto ela constrói ao custo de R\$ 1 mil/m², seus concorrentes têm uma média de R\$ 1,3 mil/m². Com poucos anos de atuação a empresa já é uma das maiores de seu segmento, possuindo cobertura em 9 estados brasileiros, e apresentado crescimento surpreendente de 91 mil m² (em 2011) para atuais 877 mil m². Neste momento já possui em seu banco de terrenos em torno de 678 mil m², os quais levariam sua capacidade total para valores acima de 1,5 milhões m² (a meta declarada é de atingir o patamar de 2,1 milhões de m² até 2025).

O crescimento do *e-commerce* representa um dos principais drivers de crescimento da demanda projetada pela LOG. Diferentemente dos maiores players do setor, a empresa detém a maior parte de seus galpões fora do eixo RJ-SP. Apresenta-se, assim, como uma boa oportunidade para ser o operador preferencial dos grandes *players* de *e-commerce*. Fora dos grandes centros observa-se um padrão de construção de galpões ainda defasado em termos de tecnologia logística. Tal estratégia é interessante pois foi exatamente este racional que levou as principais operadoras deste segmento dos EUA a atingirem patamar relevante. A LOG apresenta indicadores de vacância menores do que sua concorrência 6% contra 17%, respectivamente, ainda sofrendo efeitos da recessão econômica de 2014-2016.

Atribuição de Performance





Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em maio/2020 de 1,10% contra 0,24% do CDI, representando um prêmio de 467,08% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 2,27% contra 4,87% do CDI.

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (0,13%), Pós Fixado Crédito Privado (0,20%), IPCA Soberano (-0,09%), IPCA Crédito Privado (0,26%), Ações (0,51%) e Pré Fixado (0,05%).

Nossa exposição em títulos de dívida privada voltaram a apresentar uma contribuição positiva de 0,46% para o resultado do fundo. Esta contribuição representa 41,5% do retorno total do fundo no mês. A exposição total nesta estratégia é de 32,7% do patrimônio líquido do fundo.

O mês de maio foi marcado pela manutenção da recuperação das taxas de retornos dos títulos de crédito privado – pós fixados e pré fixados + inflação. Com exceção de apenas 1 título da carteira, toda a posição entregou resultado significativamente acima do CDI. Porém, entre as duas subcategorias de crédito, a de papéis indexados à inflação entregaram resultado ainda superior aos dos pós fixados.

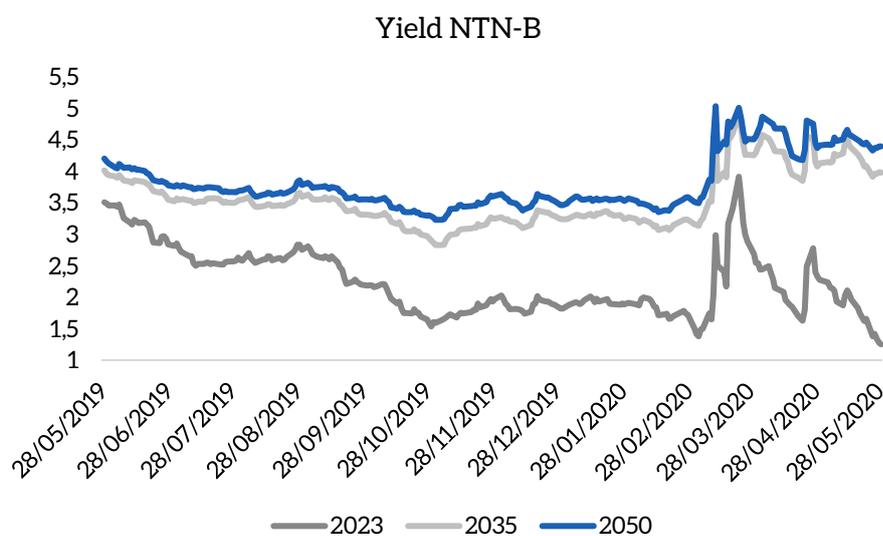
O mercado de crédito já vem apresentando sinais de melhora nas precificações dos títulos, mas ainda observamos liquidez limitada em alguns papéis. De qualquer forma, mantemos monitoramen-

to vigilante dos emissores e estrategicamente temos optado pelo investimento naqueles que serão menos afetados pela pandemia.

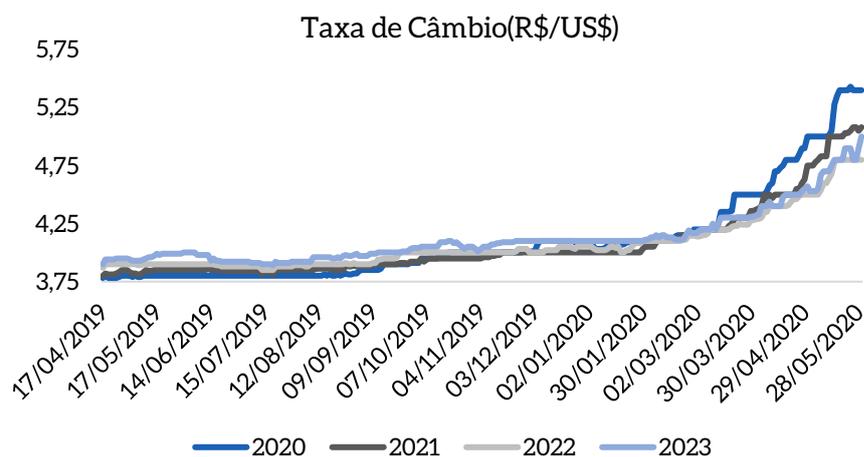
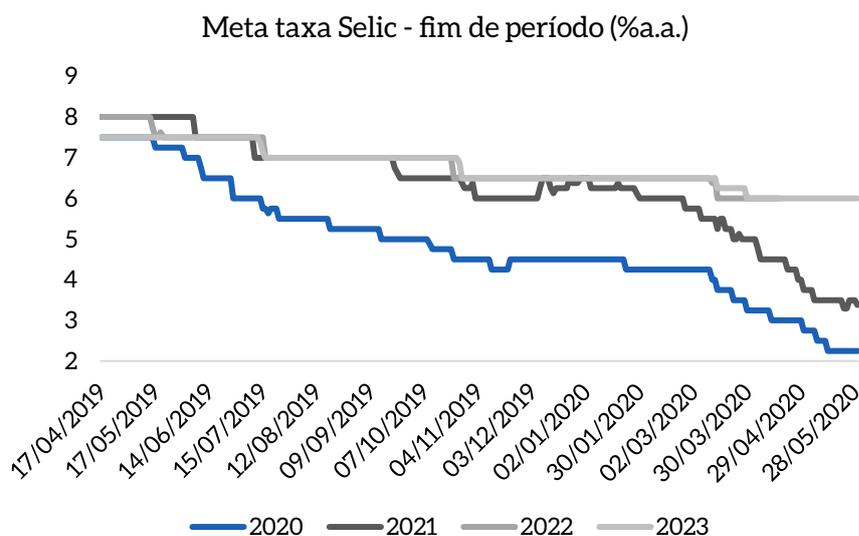
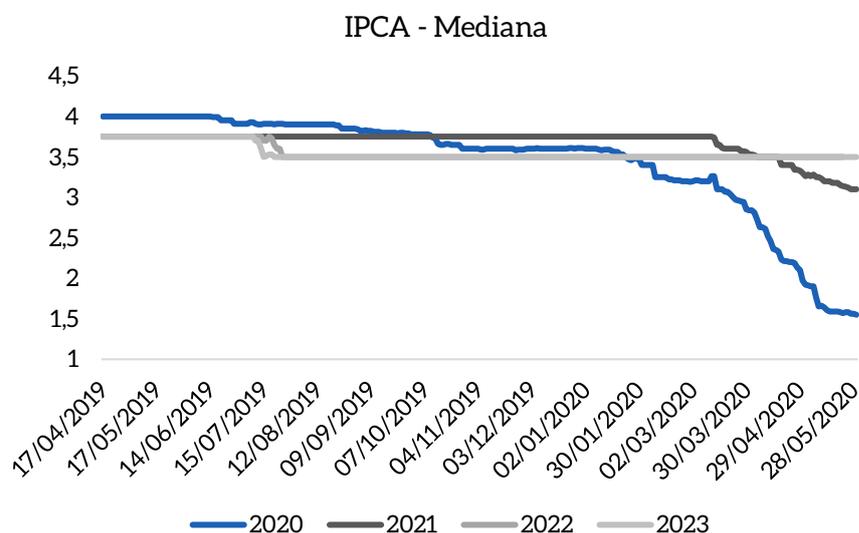
A exposição em renda variável representou a maior contribuição para o desempenho do fundo no mês. Estes ativos respondem por 8,62% do patrimônio do fundo. Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima, onde condensamos os principais pontos referentes ao desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

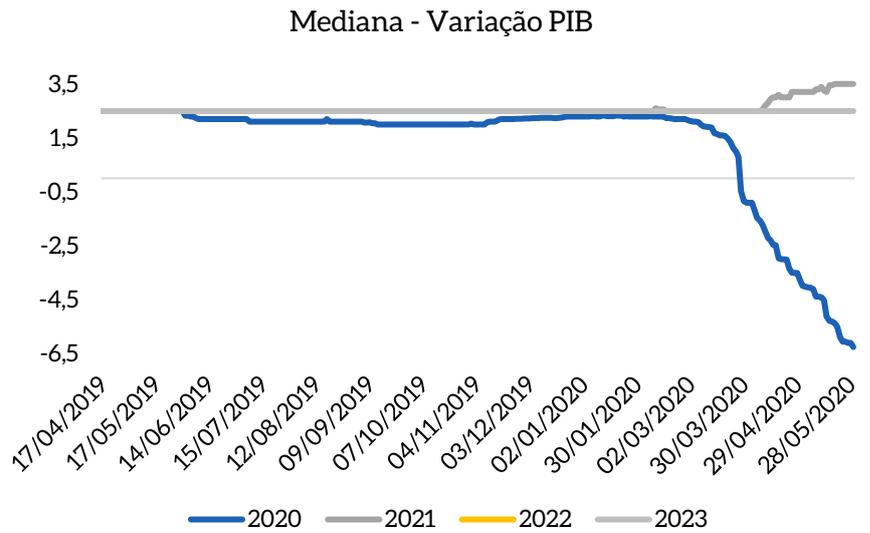
Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram desvalorização para os papéis com vencimento em 2023 e 2045. Os títulos com vencimento em 2050 entregaram resultado positivo, mas abaixo da variação do CDI no período.

Tal movimento advém da abertura dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro, a qual pode ser observada nos gráficos abaixo, que apresentam a elevação recente das taxas atreladas a estes títulos.

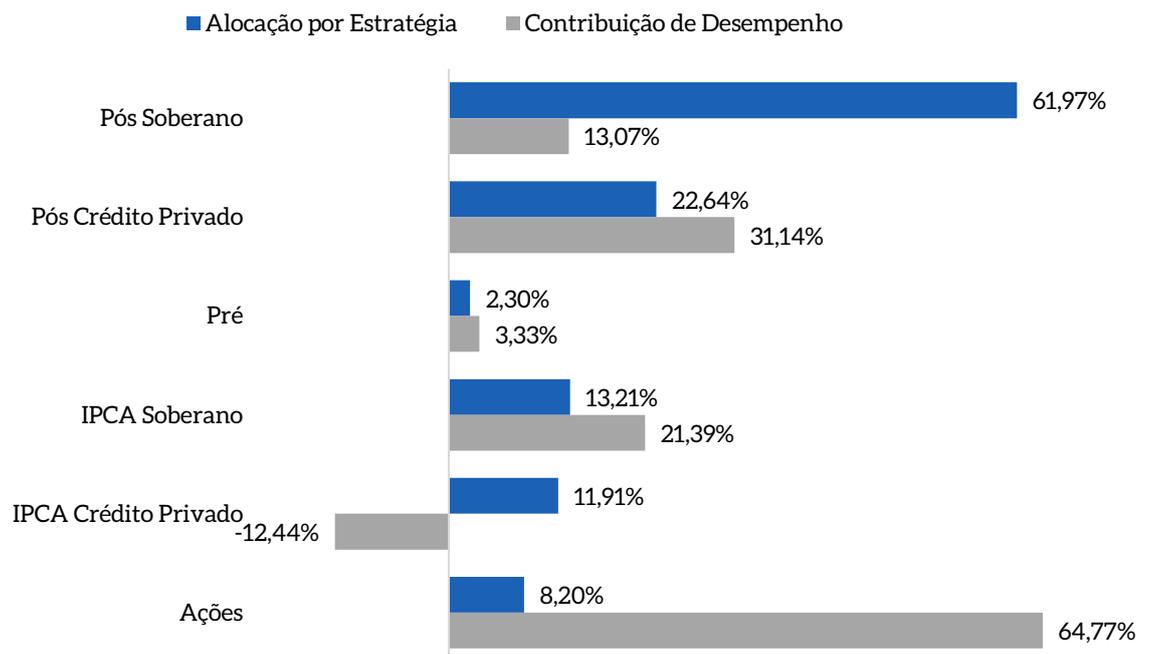


Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil.





Atribuição de Performance



70

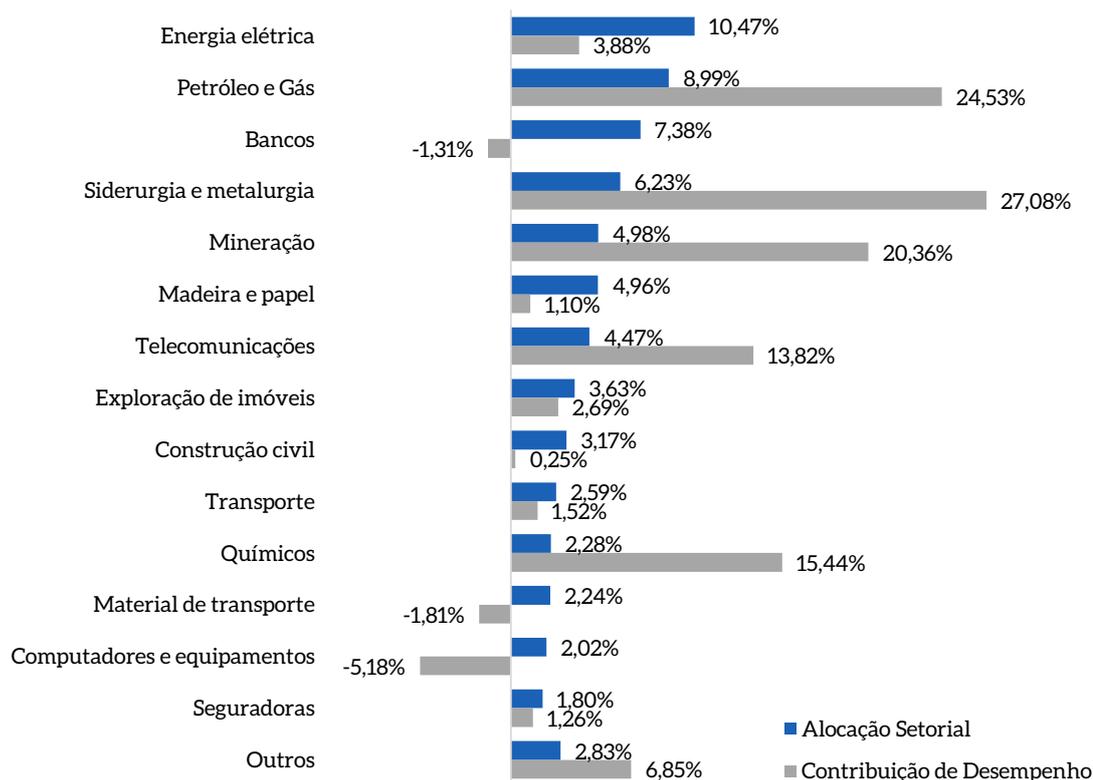
Finacap Icatu 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de 4,27% em maio/2020 contra 0,24% do CDI. A estratégia de alocação do fundo é de deter até 70% em uma carteira que espelha o portfólio do fundo Finacap Mauritsstad FIA e 30% em renda fixa pós-fixada que acompanha a Selic.

Atualmente a exposição por estratégia do fundo encontra-se em 68,04% em ações e 31,96% em títulos atrelados à Selic.

Para que nossos Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos a leitura de nosso relatório referente ao fundo Finacap Mauritsstad FIA – o qual é a carteira espelho da alocação de renda variável deste fundo de previdência.

Atribuição de Performance



Cordialmente,



Luiz Fernando Araújo

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA					Disclaimer: fundos de investimentos não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O fundo é destinado a investidores em geral. Patrimônio Líquido: Finacap Mauritsstad FIA - R\$ 71.661.032; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 56.673.523; Finacap Icatu 70 - R\$ 8.958.334. O fundo pode sofrer significativa variação de valor da cota, representando perdas ou ganhos a seus cotistas. Gestor de Recursos: Finacap Investimentos Ltda. CNPJ: 01.294.929/0001-33. Supervisão e fiscalização: Comissão de Valores - CVM. Data base: 31/05/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início	
Fundo	6,0%	-22,9%	-1,1%	771,8%	
Ibovespa	8,6%	-24,4%	-9,9%	312,3%	
Finacap FIM					
Rentabilidade	Mês	2020	12 Meses	Desde o início	
Fundo	1,1%	-4,1%	2,3%	65,7%	
CDI	0,2%	1,5%	4,9%	58,0%	
Finacap Icatu 70					
Rentabilidade	Mês	2020	6 Meses	Desde o início	
Fundo	4,3%	-12,2%	-7,2%	-4,7%	
CDI	0,2%	1,5%	1,9%	3,1%	