

Comentários do Gestor

Setembro de 2020

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CGA

FINACAP
INVESTIMENTOS

1

Os Ciclos do Mercado

—

“Períodos de retorno abaixo da média tendem a ser seguidos por períodos de recuperação, e vice-versa.”¹

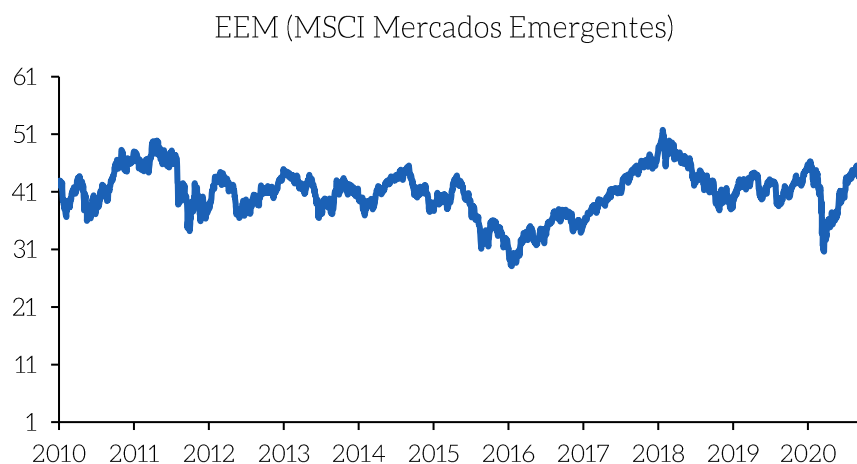
—

Os ciclos são parte da realidade humana desde seus primórdios. Quase todos os fenômenos da natureza podem ser analisados sob a perspectiva dos ciclos. Na economia temos os ciclos de vida do produto, de uma empresa, de uma tecnologia. A análise dos preços dos ativos por meio de modelo de ciclos de expansão e retração certamente tem seu valor.

Vários autores já se dedicaram a identificar ciclos nos mercados financeiros. Apesar de muito bem registrado e explicado, a maior parte dos investidores não está preparada psicológica e financeiramente, seja para as situações de alta, seja para as quedas.

Nos últimos anos vivemos um ciclo forte de alta dos mercados desenvolvidos, enquanto os mercados emergentes (aqui incluindo o Brasil) ficaram à míngua. Esse fenômeno se aplica tanto para os indicadores de produção como para os de valor dos ativos financeiros que se mostraram estagnados nos últimos dez anos.

¹ John C. Bogle – The Little Book of Common Sense Investing



Na primeira década do século XXI (2000 a 2010), entretanto, a situação era inversa. Ciclo forte de alta para os mercados emergentes, enquanto os índices de mercado dos países desenvolvidos, EUA e UE, especialmente, apresentavam resultado medíocre. O índice S&P 500 apresentou desvalorização no período do início do ano 2000 ao final de 2009 na ordem de -24%, enquanto o Ibovespa multiplicou seu valor de mercado em 4,12x (em dólares americanos). Na década seguinte, de 2010 até setembro de 2020, o S&P 500 multiplicou seu valor por 3x, enquanto nosso índice da bolsa brasileira se desvalorizou em -57%, quando medido em dólares. O questionamento que fica é: o que nos espera a próxima década que começou em 2020?

Se medirmos a variação do ciclo de expansão do Ibovespa a partir do ponto mais baixo em dólares, no período de setembro/2002 a maio/2008, verificamos uma multiplicação do índice por 20x. O Ibovespa que fechou em 2.213 pontos, no seu menor patamar, se recuperou para 44.551 pontos no ápice do mercado em 2008 (sempre na moeda americana).

Esse padrão de recuperação inclusive pode ser verificado em vários outros momentos da nossa história. Após a crise do petróleo da década de 70, na redemocratização dos anos 80, no Plano Real e finalmente no período de boom das commodities do início do século. O que sempre

se observa é uma forte variação positiva dos preços dos ativos financeiros associados a uma recuperação da cotação da moeda nacional. Esses dois movimentos coincidentes explicam esses níveis de impressionante valorização em moeda forte.

Olhar esses ciclos de forma retrospectiva é bastante educativo, porém pode levar o investidor inexperiente a apostar excessivamente na sua capacidade de prever os pontos de virada destes ciclos. Ao longo dos anos, tivemos a oportunidade de observar na prática como a diversificação sempre se mostrou a estratégia mais produtiva. É sempre agradável surfar as ondas de alta de determinada classe de ativos. O problema é que, como já disse um célebre executivo, não haverá cadeiras para todos quando a música parar.

O mais simples, e eficaz, são aquelas estratégias que se aproveitam dos momentos de liquidação. Quando todos precisam vender, são aqueles que foram menos agressivos nos ciclos de alta que estarão na ponta compradora. A boa e velha diversificação, no final das contas, ainda é a melhor forma de proteção.

2

Cenário Econômico

No cenário internacional, um dos principais acontecimentos que estamparam as manchetes dos jornais foi a contaminação do presidente dos EUA, Donald Trump, pelo covid-19. Os mercados reagiram com a expectativa de que fosse atrapalhar sua campanha a algumas semanas do dia da eleição americana. Porém, menos de 24 horas após ter alta do hospital, Trump reforçou sua mensagem de minimizar os riscos da pandemia. O decorrer dos próximos capítulos ainda é incerto, mas, sem dúvidas, o tema político das eleições nos EUA será um dos principais assuntos daqui em diante.

Na Europa, o receio de uma segunda onda de contaminação, uma economia ainda cambaleante e a retomada de algumas medidas restritivas de distanciamento social, levaram a presidente do Banco Central Europeu (BCE), Christine Lagarde, a divulgar comunicado de que a autoridade monetária está preparada para injetar mais estímulos para dar suporte à recuperação da economia da zona do euro, incluindo o corte dos juros para terreno ainda mais negativo. É possível, segundo a própria presidente, que a atividade na União Europeia retorne aos níveis pré-crise apenas no final de 2022. A taxa de juros de referência do BCE está em -0,5%.

No Brasil, o assunto que ocupou mais tempo dos analistas diz respeito a sustentabilidade fiscal do país. A desconfiança do mercado surgiu com o anúncio do novo programa denominado Renda Cidadã, com o objetivo de substituir e ampliar o atual Bolsa Família. A indefinição das fontes de financiamento e o risco de descumprimento da regra do teto dos gastos, levou a boatos de desgaste político de Paulo Guedes. A ideia de utilizar recursos destinados a pagamento de precatórios foi encarado como uma espécie de “pedalada”. Tais preocupações trouxeram stress tanto no mercado de juros, quanto na bolsa.

A desconfiança do mercado originou uma situação de queda brusca na liquidez nos mercados de curto prazo para títulos do Tesouro indexados à Selic (considerados o principal ativo livre de risco do Brasil) que apresentaram variação negativa no mercado secundário, sendo negociados com deságio – ou seja, com desconto em relação a seu valor de face.

As Letras Financeiras do Tesouro com vencimento em setembro/2025, por exemplo, tiveram variação de -0,72% no seu valor de mercado neste mês de setembro. Este raro fenômeno não era observado desde 2004, quando o Conselho Monetário Nacional

passou a exigir a marcação a mercado dos títulos de renda fixa que integravam as carteiras dos fundos de investimentos.

Na reunião do COPOM no mês de setembro, o colegiado decidiu por unanimidade manter a taxa básica de juros em 2,00% a.a. Porém, concluiu que “eventuais novas reduções na taxa de juros exigiriam cautela e gradualismo adicionais” e que “o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno”. Ficou evidente no comunicado que o Copom não tem pretensão de redução no grau de estímulo monetário. Reforçou, no entanto, que a inflação ao consumidor deve se elevar no curto prazo, especialmente pelo movimento recente de alta temporária no preço dos alimentos.

No cenário híbrido construído pelo Copom, que considera um câmbio constante de R\$ 5,30/US\$ e a taxa de juros extraída da pesquisa Focus, o comportamento da inflação seria:

Ano	2020	2021	2022
Selic	2,00%	2,50%	4,50%
IPCA	2,10%	2,90%	3,30%

The logo consists of the letters 'FIA' in white, bold, sans-serif font, centered within a solid blue square.

Finacap Mauritsstad FIA

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de -2,86% em setembro/2020 contra -4,80% do Ibovespa, representando um desempenho superior ao índice de mercado de 1,93%. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um resultado de 7,05% e o Ibovespa -9,68% (prêmio de 16,73% sobre a bolsa). Desde o início, o fundo teve desempenho de 828,27% enquanto o Ibovespa foi de 346,26%.

Em nossos Comentários referente ao mês de setembro/2020, apresentaremos nossa análise sobre alguns dos setores que foram destaques no mês: a cadeia de valor na construção civil, telecomunicações e petróleo & gás.

A CADEIA DE VALOR NA CONSTRUÇÃO CIVIL

Um dos temas que compõem a estratégia no fundo de ações, é a cadeia de valor na construção de civil. Esta cadeia é composta por empresas de vários setores como: incorporação, siderurgia, exploração de imóveis e material de construção.

Especialmente neste mês tivemos resultados mistos em alguns destes setores. Destacamos os seguintes:

SIDERURGIA

Neste setor, a principal exposição do fundo é na Metalúrgica Gerdau (GOAU4, valorização de 6,94% no mês). No fim de março, auge da pandemia, o Instituto de Aço Brasil estimou que o setor siderúrgico apresentaria uma queda de 20% no consumo de aço em 2020. A capacidade utilizada das siderúrgicas chegaram ao mínimo de 42%,

além do desligamento de 13 altos-fornos, em abril, para adequar a produção ao aparente novo nível de demanda.

Felizmente a realidade foi bastante diferente do previsto. Com a flexibilização da economia e a retomada vigorosa do setor de construção, o setor já retomou a operação de 4 dos 13 fornos desligados. A capacidade utilizada retornou ao patamar de 60% e a estimativa para o ano foi reavaliada para uma queda de 12% (ante 20% inicial). O consumo de aços longos (produto utilizado primordialmente na construção civil) deve ter uma alta na ordem de 5%. Nos aços planos, voltados para a indústria automobilística como maior consumidor do produto, deve apresentar comportamento menos célere, com estimativa de queda em torno de 10%.

Com a rápida recuperação da demanda e a forte alta do dólar, que inibe a importação, as empresas nacionais conseguiram implantar dois reajustes nos preços nos meses de julho a setembro, em torno de 10% cada. Alguns especialistas já assumem novo reajuste no mês de outubro. Aparentemente a retomada está mesmo sendo na forma de “V”.

MATERIAL DE CONSTRUÇÃO

Neste segmento, nossa maior exposição está na Duratex (DTEX3, valorização de 12,70% no mês) conhecida pelas marcas Duratex, Durafloor, Deca, Hydra, Ceusa e Portinari. A companhia atua em 3 segmentos de negócios: madeira, metais & louças e revestimentos cerâmicos.

No segmento de construção civil, pode se beneficiar tanto do ciclo de alta de novos empreendimentos, que se espera seja impulsionado pela baixa taxa de juros, assim como pelo aumento nos gastos dos consumidores em reformas no lar. Neste aspecto observa-se que a

injeção de recursos na economia com o corona voucher teve forte impacto neste mercado.

Líder em todos os segmentos que participa, a companhia diversificou uma parte de suas operações com uma aliança estratégica (joint venture) com a austríaca Lenzing, que é a maior produtora de celulose solúvel do mundo. A aliança culminou na criação de uma nova empresa, chamada LD Celulose, onde a Duratex detém 49% da operação, valor que foi definido pela incorporação de áreas não operacionais que detinha em Minas Gerais. O projeto envolve a construção de uma fábrica de celulose solúvel com capacidade de produção de 500 mil toneladas, na sua plena capacidade, e geração de cerca de 1 bilhão de dólar por ano de EBITDA. O acordo prevê a compra da produção total pela Lenzing.

INCORPORADORAS

A principal exposição do fundo se concentra na MRV Engenharia (MRVE3, desvalorização no mês de -10,46%).

A companhia mineira MRV, líder em construção para média-baixa renda, apresenta crescimento recorde em lançamentos e vendas. Para se adaptar a limitações da pandemia, acelerou suas iniciativas de digitalização da força de venda, por conta da suspensão a visitas em estandes de vendas. O grupo se destaca pela capacidade de execução de projetos disruptivos em diferentes áreas de atuação. Além da incorporadora, o grupo originou operações inovadoras na área bancária com o banco Inter e na logística de armazenagem com LOG CP.

O modelo de negócio da empresa está fortemente relacionado ao programa Minha Casa, Minha Vida, e, portanto, sujeito a política de habitação do governo federal. Esta exposição ao risco político,

certamente deve ser considerada e explica a volatilidade recente. Nossa percepção é de que os efeitos sociais do programa MCMV ainda são muito relevantes para que qualquer governo promova sua descontinuidade. Além disso, a redução da taxa de juros e a diversificação de funding que a empresa vem promovendo com iniciativas como FII Luggo, contribuem para blindagem do modelo econômico do negócio.

TELECOMUNICAÇÕES

O destaque do mês neste setor ficou a cargo da companhia Oi S/A (OIBR3, valorização de 2,94%). A principal conquista da companhia no mês de setembro foi a aprovação do novo plano de recuperação judicial em Assembleia Geral de Credores (AGC), o qual trouxe o fundamento para o programa de desinvestimentos que vem sendo executado pela administração e o desenvolvimento do turnaround da companhia. Tal aprovação do plano mitigou consideravelmente o risco de cauda de uma falência da empresa.

Considerando as propostas firmes apresentadas pelos ativos da Oi, a soma já totaliza R\$ 18 bilhões – sendo: Torres Móveis R\$ 1,067 bilhão; Data Centers R\$ 325 milhões; Telefonia Móvel R\$ 16,5 bilhões. Além da capitalização da unidade de InfraCo que deve ser avaliada em torno de R\$ 20 a 24 bilhões. Apenas a título comparativo, o valor de mercado da empresa Oi S/A até o final de setembro/2020 era de R\$ 10,5 bilhões.

O plano revisado também trouxe mais clareza para a abertura da dívida da companhia. Na nova configuração, a companhia conseguiu acordo de 55% de haircut ao valor de face da dívida mantida por bancos e ECAs (agência de crédito para exportação). Tal negociação trouxe o valor da dívida de R\$ 18,5 bilhões para um valor atual de R\$ 8,3 bilhões.

Um dos pontos mais interessantes no desenvolvimento do plano atual é que mesmo antes de aprovado, a companhia já vinha recebendo ofertas vinculantes para suas UPIs (Unidades Produtivas Isoladas), as quais foram cruciais para dar força e credibilidade à administração atual para aprovação na AGC. Vale ressaltar que a empresa já vem recebendo ofertas em valores acima do mínimo estabelecido no plano.

O cenário da Oi pós reestruturações também nos parece bastante favorável: balanço limpo, baixa alavancagem e capital para investimento na iniciativa da InfraCo – a qual tende a ser uma importante unidade de negócio que deve destravar valor à companhia. À título exemplificativo, empresas do segmento de fibra têm seus valuations em torno de 14 a 16x a geração do EBITDA, enquanto empresas de telecomunicação são avaliadas em torno de 4 a 5x.

PETRÓLEO & GÁS

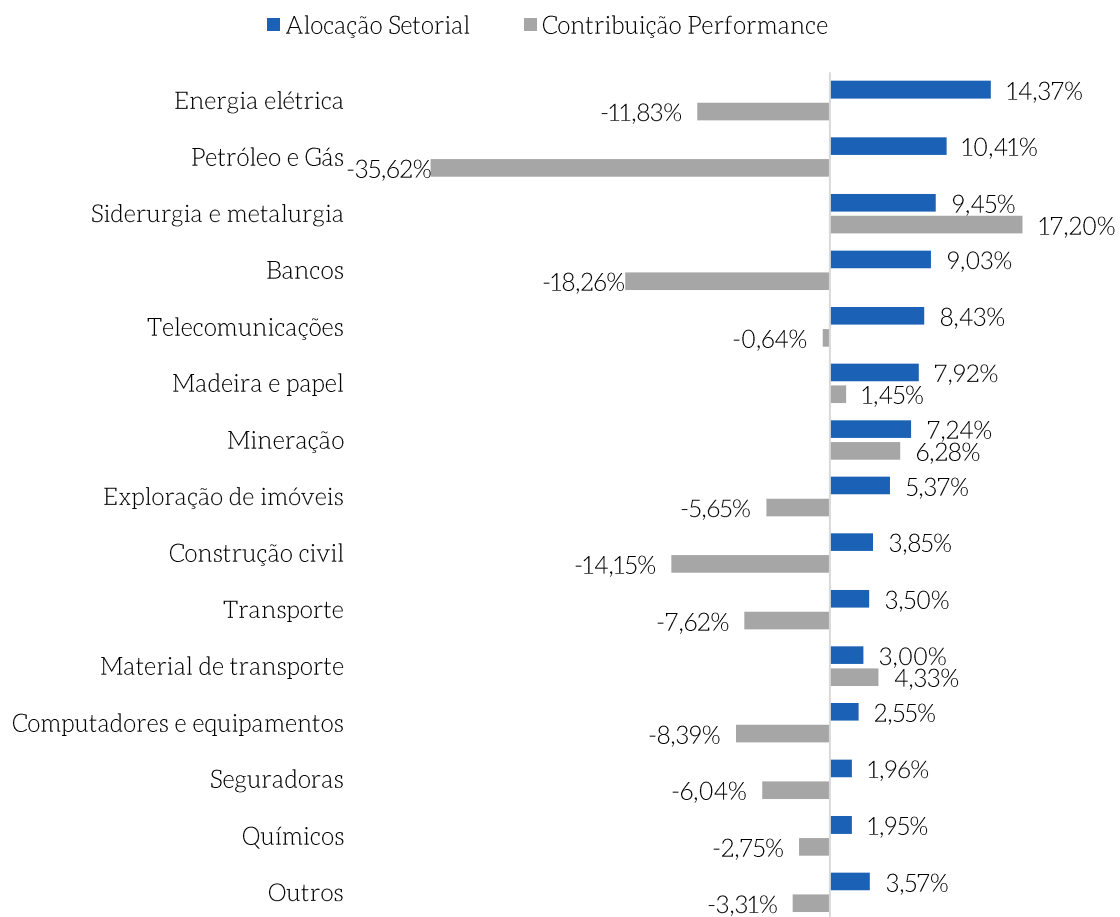
A Petrobras, principal exposição no setor e maior participação individual do fundo, enfrentou pela terceira vez um embate jurídico para a viabilização das suas operações de desinvestimento. Após passar o mês de setembro com risco de ter seus processos de venda das refinarias engessados, no início do mês de outubro, o STF aprovou por 6 votos a 4, a venda de refinarias da companhia à iniciativa privada sem necessidade de aval legislativo ou procedimento de licitação. A recente vitória torna viável o planejamento estratégico da empresa de focar nas atividades de exploração e produção de petróleo, especialmente o pré-sal, e na redução da alavancagem (saindo de uma dívida bruta atual de US\$ 91 bilhões para a meta oficial de US\$ 60 bilhões em 2022 e, permitindo assim, implantar nova política de dividendos). Somente com as negociações das refinarias, a estimativa era captar em torno de US\$ 15 bilhões.

Com a implantação da nova política de dividendos, de distribuição de 60% do resultado do fluxo de caixa operacional menos investimentos, é estimado que a companhia terá capacidade de pagar em torno de US\$ 4,7 a 7,7 bilhões como remuneração para seus acionistas (em torno de 10 a 17% de retorno). Considerando a cotação do petróleo Brent na faixa de US\$ 45 a 55/barril.

A estimativa conservadora é que a empresa consiga atingir tal nível de alavancagem no ano de 2023, porém, caso consiga entregar um volume de desinvestimentos de ativos na ordem de US\$ 22 bilhões em 2021, a nova política poderia ser implantada ainda em 2022. A questão de dividendos também é crucial, inclusive, para atrair o investidor estrangeiro, o qual tem a visão no setor mais voltado para estratégia de retorno de capital.

Mantemos nossa tese de investimento em relação à companhia baseada em (i) estratégia corporativa de desinvestimentos em ativos non-core e foco nas atividades em que possui vantagens competitivas; (ii) acesso a um robusto mercado doméstico; (iii) boa estrutura de custo de produção; (iv) capacidade de enxugar o balanço e modelo de negócios, permitindo implantação de nova política de dividendos.

Atribuição de Performance



The logo for FIM (Fundos Imobiliários) consists of the letters 'FIM' in white, bold, sans-serif font, centered within a solid blue square.

Finacap FIM Multiestratégia

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado apresentou um resultado em setembro/2020 de -0,73% contra 0,16% do CDI. Nos últimos 12 meses, o fundo entregou um retorno de 1,97% contra 3,54% do CDI e, desde o início, os resultados são 70,83% para o fundo e o CDI 59,19% (119,67% do CDI em desempenho comparativo).

As contribuições no resultado por estratégia foram: Pós Fixado Crédito Soberano (-0,09%), Pós Fixado Crédito Privado (0,11%), IPCA Crédito Soberano (-0,36%), IPCA Crédito Privado (-0,02%), Ações (-0,28%) e Pré Fixado (-0,02%).

Nossa exposição em títulos de dívida privada apresentou uma contribuição positiva de 0,09% para o resultado do fundo. A exposição total nesta estratégia é de 31,9% do patrimônio líquido do fundo.

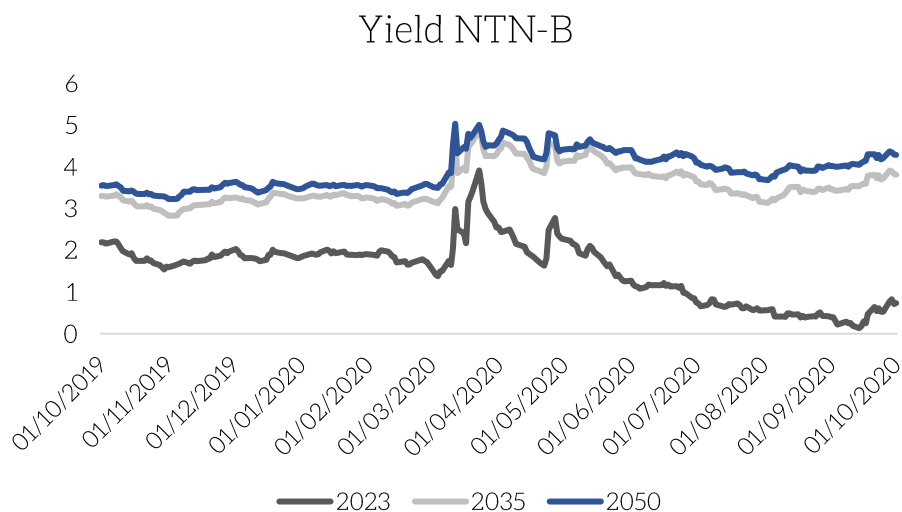
O mês de setembro foi marcado pela manutenção da recuperação das taxas de retornos dos títulos de crédito privado pós fixados. Os papéis atrelados a inflação + taxa pré-fixada entregaram resultado inferior ao dos títulos com taxa pós fixada. Com exceção de apenas um título da carteira de pós fixados, toda a posição entregou resultado significativamente acima do CDI. Os títulos atrelados à inflação, majoritariamente tiveram resultado positivo, porém um dos títulos levou a performance desta estratégia para o patamar negativo. Esses títulos têm como referência a taxa de retorno dos títulos públicos indexados à inflação que apresentaram retorno negativo no mês.

A exposição em renda variável representou a segunda principal contribuição negativa para o desempenho do fundo no mês. Estes ativos respondem por 9,6% do patrimônio do fundo. Para que nossos

Comentários não se tornem repetitivos, recomendamos que observem nossa carta referente a estratégia de ações acima (Finacap Mauritsstad FIA), onde condensamos os principais pontos referentes ao desempenho da estratégia desta classe de ativo para o resultado do fundo.

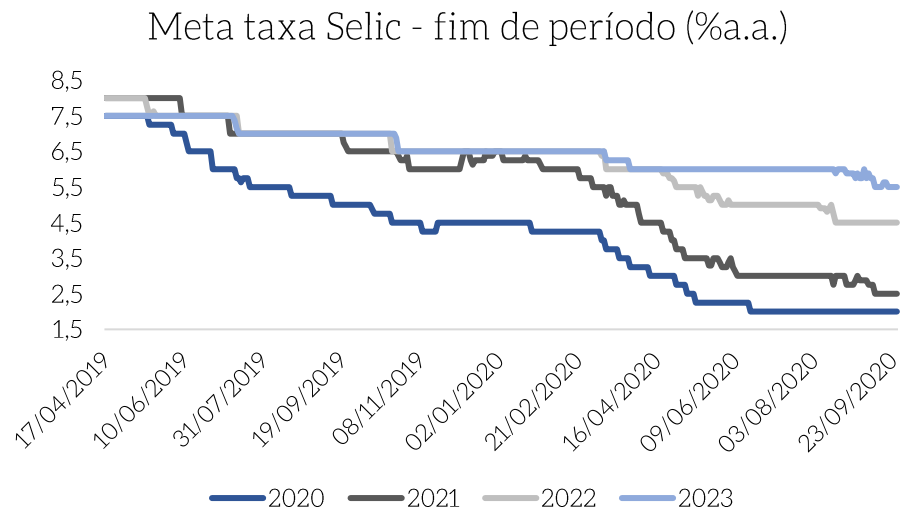
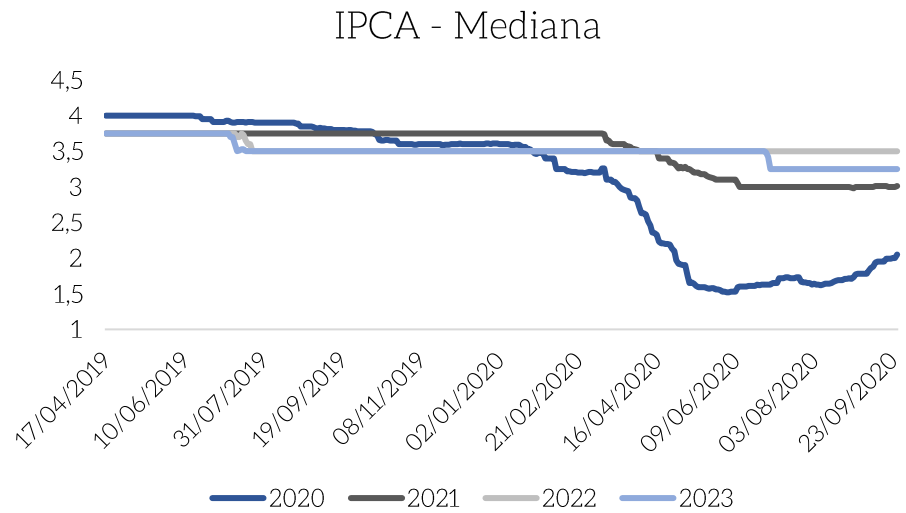
Os investimentos em títulos do Tesouro Nacional atrelados à inflação (conhecidas como NTN-B) apresentaram desvalorização para os papéis com vencimento em 2023, 2045 e 2050. Os títulos apresentaram os seguintes resultados, respectivamente: -0,29%, -2,65% e -3,20%, representando a principal contribuição negativa para o desempenho do fundo no mês.

Tal movimento advém da abertura dos prêmios pagos por estes títulos do Tesouro, observada nos gráficos abaixo, apresentam a elevação recente das taxas atreladas a estes títulos. Destacamos o aumento na inclinação na curva com a subida nas taxas de juros para os vencimentos mais longos.

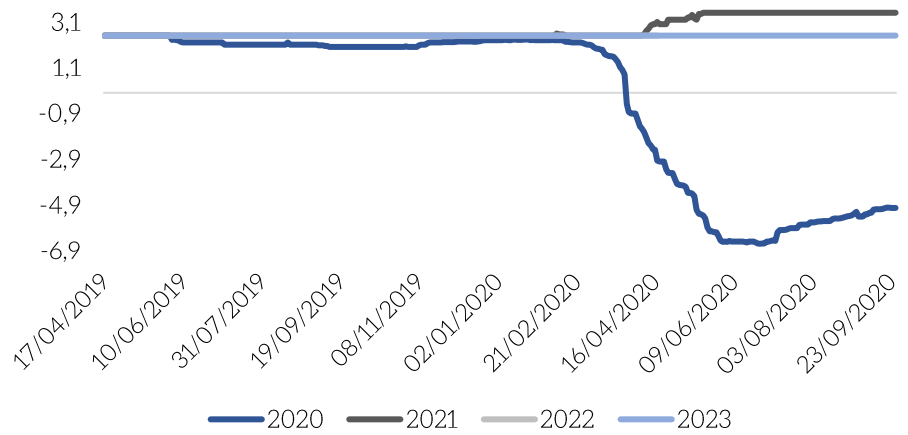


Destacamos, conforme trouxemos na sessão de Cenário Econômico dos Comentários, que os títulos do Tesouro atrelados à Selic apresentaram resultado negativo no mês. Tais títulos que compõem a carteira do fundo, apresentaram resultado na média de -0,30% no mês.

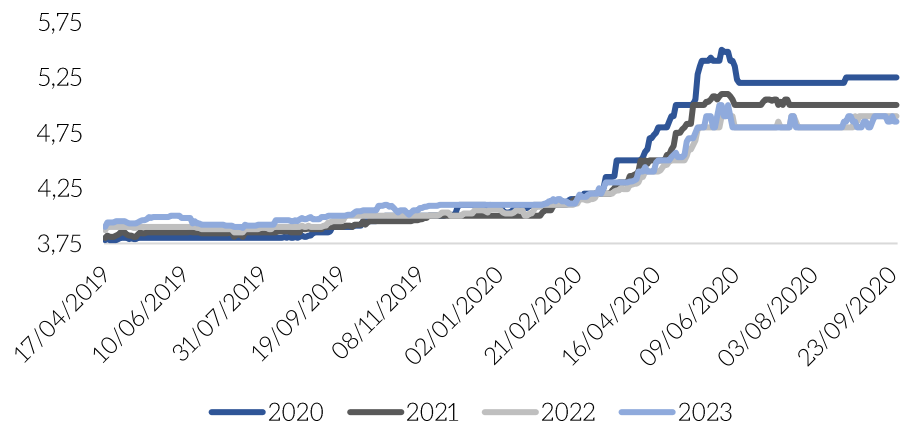
Por fim, dispomos abaixo as principais métricas divulgadas pelo boletim Focus que extraem as expectativas dos agentes do mercado quanto as projeções de indicadores macro econômicos do Brasil.



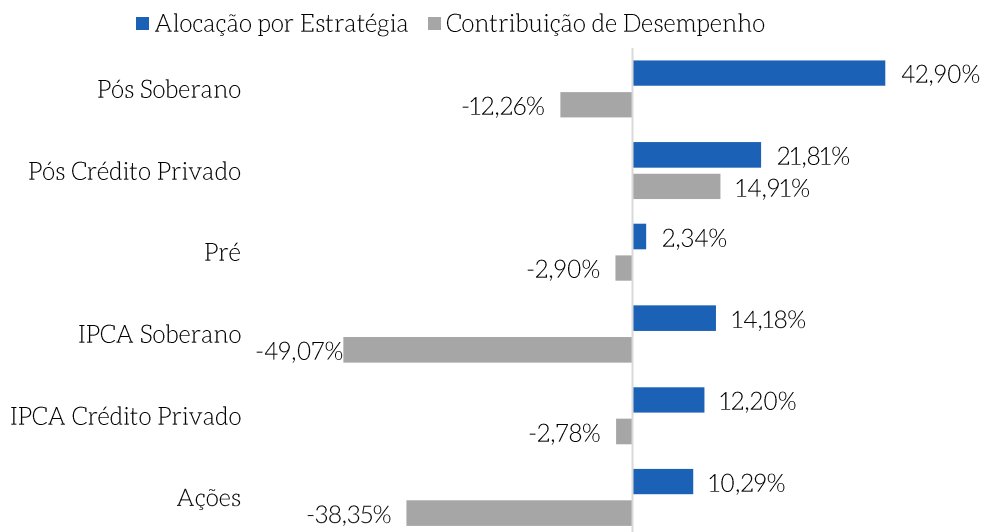
Variação PIB - Mediana



Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Atribuição de Performance



70

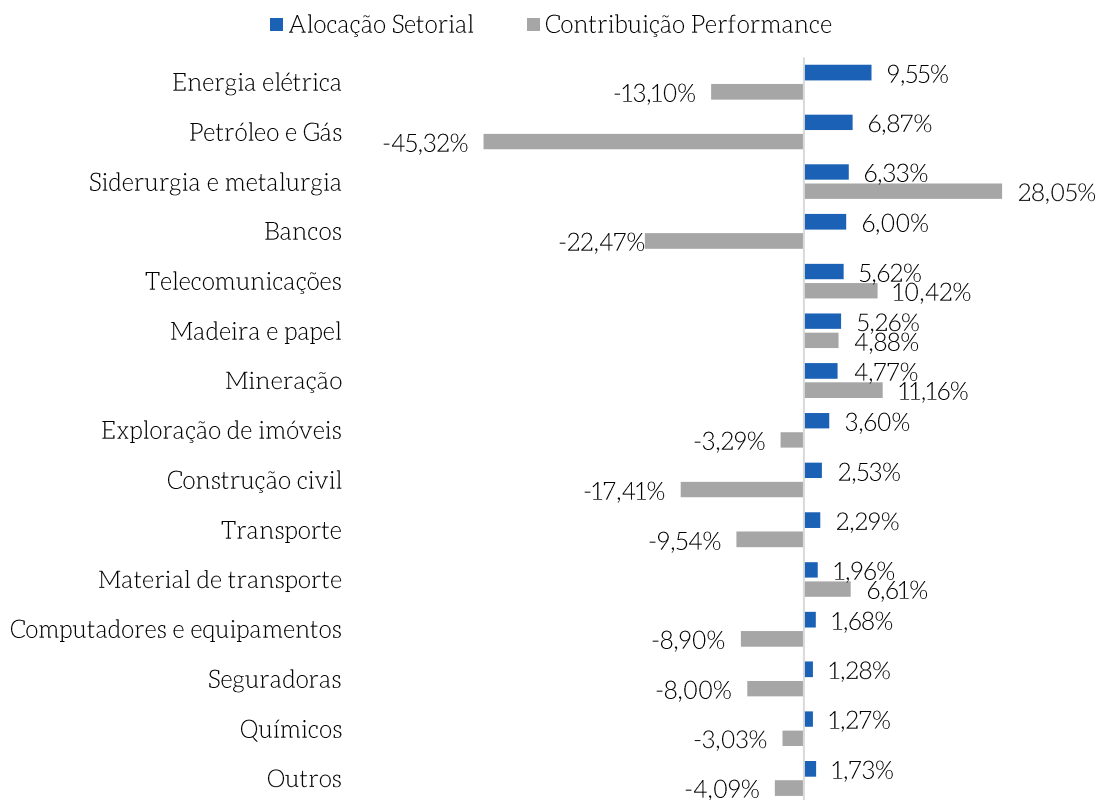
Finacap Icatu Previdenciário 70

O fundo Finacap Icatu Previdenciário 70 FIM apresentou resultado de -1,42% em setembro/2020 contra 0,16% 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 60,75% em ações e 39,25% 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, CFA

luizfernando@finacap.com.br



Alexandre Brito, CGA

alexandre.brito@finacap.com.br

Finacap Mauritsstad FIA				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	-2,86%	-11,83%	7,05%	828,27%
Ibovespa	-4,80%	-18,20%	-9,68%	346,26%

Finacap FIM Multiestratégia				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	-0,73%	-1,11%	1,97%	70,83%
CDI	0,16%	2,28%	3,54%	59,19%

Finacap Icatu 70 Prev FIM				
	Mês	2020	12 Meses	Desde o Início
Rentabilidade				
Fundo	-1,42%	-3,86%	5,18%	4,44%
CDI	0,16%	2,28%	3,54%	3,86%

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\$ 91.453.369; Finacap FIM Multiestratégia - R\$ 57.870.118; Finacap Icatu 70 - R\$ 10.728.865. 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: 30/09/2020. Para mais informações fale com a Finacap: (81) 3241.2939. Horário de funcionamento: 8h às 12h e 13h às 18h.