

RESENHA MENSAL

Agosto – mês de desgosto? Não na Trígono

SETEMBRO 2023



TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



Agosto – mês de desgosto? Não na Trígono

Prezado investidor e leitor,

Contrariando o mercado, a redução da Selic em 0,50 ponto percentual não trouxe a pororoca de altas nas bolsas que se esperava. O que veio foi, isso sim, bem diferente.

Lembremos: na reunião do Copom de 2 de agosto, deu-se o que se espera seja a partida de um ciclo de cortes na taxa básica de juros – que começaram a reentrada na atmosfera, descendo dos estratosféricos 13,75% para os ainda (um pouco menos) estratosféricos 13,25%. A subida foi alucinante: em março de 2021 a taxa deu um pequeno passo, de módico 1,90% para 2,65%, e até agosto de 2022 daria o salto gigantesco para 13,65%.

O IBOV marcou na abertura do mês passado 121.945 pontos, mas isso não impediu que logo viesse uma sequência de 13 sessões consecutivas de queda, um marco histórico. Foi o **sobe no boato e cai no fato**, tão conhecido no mercado, em plena ação. Todos os índices da B3 tiveram comportamento negativo. Na Trígono, no entanto, apenas um (Power & Yield) teve leve queda de 1,5% – ante os 5,7% de baixa do *benchmark*, IEE, e os 5,1% do IBOV.

O título de nossa **Resenha** deste mês será familiar a alguns leitores, talvez. Sua origem mais provável é portuguesa, dos tempos das Grandes Navegações, ali pelo século 16.

Com o verão já apontando mais para seu fim que para o começo, em agosto as condições de navegação eram melhores. O que, se era bom do ponto de vista náutico, não o era tanto assim do ponto de vista pessoal dos marinheiros que se casavam naquele mês: mesmo em boas condições climáticas, navegar pelo oceano era uma empreitada repleta de riscos, e havia um perigo muito presente de as recém-esposas se tornarem recém-viúvas. Mesmo que os navios não naufragassem, havia acidentes de todo tipo e doenças – de disenterias ao famigerado escorbuto (uma carência grave de vitamina C no organismo, que causa hematomas, sangramento nas gengivas, fraqueza, fadiga e irritação na pele) –, que, se não tratadas, matavam.

Agosto é pródigo em efemérides negativas – se não necessariamente em número, ao menos em fama. A principal, talvez, seja a de 6 de agosto de 1945, por exemplo, quando a “Little Boy” – apelido dado à primeira bomba atômica – foi lançada, por ordem do então presidente norte-americano Harry Truman (o 33º, de 1945 a 1953) sobre a cidade de Hiroshima, no Japão. Havia 265 mil almas na cidade e, destas, 80 mil foram vaporizadas instantaneamente. Outras 140 mil morreriam ao longo do tempo, vítimas dos efeitos da contaminação radioativa. Três dias depois, a “Fat Man” – apelido da segunda bomba, ainda mais potente – foi lançada contra Nagasaki, ceifando mais 74 mil vidas. Cerca de 40% da cidade foi arrasada. Só isso bastaria para justificar, de sobejo, a fama nefasta de agosto. Um relato do que foram aqueles tempos, na ótica de seis sobreviventes, está no livro “Hiroshima”, de John Hersey (Companhia das Letras), encontrável no comércio *on-line*. Não é uma leitura fácil. Que tenham sido as primeiras e últimas armas nucleares a terem sido um dia empregadas.



Mas, no front dos investimentos, quem investe com a Trígono desconhece isso, de desgosto em agosto – o que ficará claro na seção de **Desempenho dos Fundos**.

“Mas Werner, o que fez a Trígono ficar tão fora da curva? Sorte? Coincidência?”

Diz um ditado chinês: se o cavalo ganhou, sorte. Se ganhou novamente, coincidência. Nova vitória? Aposte no cavalo.

Bem, não temos cavalos por aqui – somos uma gestora, não um haras. Mas adotamos o **“Além do Óbvio”** como prática: fazer além do óbvio é diferente – e isso traz resultados diferentes. Não necessariamente positivos, diga-se desde já – mas, para deixar apenas a menor das margens mínimas ao acaso é que, desde 2017 (início da gestora), aplicamos uma ferramenta usada em gestão de empresas e que, acredite-se ou não, a maior parte de analistas, gestores e gestoras de investimentos desconhece. Este gestor que aqui vos escreve, no entanto, conhece esse instrumento desde a década de 80, de apostilas gentilmente presenteadas por um amigo que frequentou curso de extensão profissional na Fundação Dom Cabral (UBB Master).

Curioso pela novidade, me interessei pelo assunto e, desde então, venho acompanhando tudo a respeito, tendo guardado uma verdadeira biblioteca de artigos. Há cerca de 13 anos, fiz um curso de formação de conselheiros (PDC-Programa de Formação de Conselheiros) da FDC-Fundação Dom Cabral, com 106 horas presenciais no campus Aloysio Farias, em Nova Lima (MG). A parte inicial foi dedicada aos conceitos do EVA/VEC (criação ou adição de valor pelas empresas), sem os quais nenhum conselheiro está devidamente apto a participar de conselhos de administração. São essenciais: sem eles, não é possível decidir – que dirá aprovar – projetos ou melhores alocações de capital. Por causa desse desconhecimento, muito capital foi mal empregado, destrói valor, ou melhores alternativas sequer consideradas, como distribuição de dividendos ou mesma recompra de ações, e até desinvestimentos de ativo ou negócios que destroem valor, ao invés de gerar.

Quando, ainda no início da minha carreira profissional, em 1982, fui *trainee* de crédito no banco Chase Manhattan, o programa equivalia a um verdadeiro MBA de 10 meses, com dez módulos, e provas em que a nota mínima era 7. Os três primeiros módulos eram de

contabilidade, e menos que 7 em qualquer das provas significava eliminação; era o fim antes do começo. Lembro disso aqui para enfatizar que conhecimento/domínio de contabilidade é essencial a qualquer análise de crédito ou investimentos – e o conhecimento do EVA para avaliar empresas é, no mínimo, tão importante quanto.

Usar essa ferramenta é um diferencial da Trígono, e o valor de sua utilização aparece nos resultados dos nossos fundos desde o início da gestora.

Coincidentemente, Joel M. Stern (1942–2019), um dos fundadores da consultoria Stern Steward & Co (hoje Stern Value Management), foi executivo do mesmo Chase Manhattan em que fui *trainee*. Frustrado por não permitirem que aplicasse os conceitos que desenvolveu na área em que era diretor e dependente da correta avaliação de investimentos, decidiu deixar uma carreira de 18 anos lá e criar a consultoria com o parceiro Bennet Steward. Em 1982 – ano em que, vejam só, ingressei no mesmo banco que ele havia deixado. Coincidências...

Para ajudar nossos investidores e leitores a entenderem este conceito, então, abro este espaço para o professor Oscar Malvessi, a maior autoridade no país sobre criação de valor através desta ferramenta.

É a primeira vez que temos um colaborador externo nas **Resenhas** da Trígono – e não poderia estar mais feliz em receber o professor Malvessi entre nós. Ele lançará, no dia 19 de setembro, na FGV (Fundação Getúlio Vargas), o livro “Como Criar Valor na Sua Empresa – Método VEC®”, e foi uma honra e um privilégio ser convidado a fazer uma das citações, ao lado de grandes nomes. Foi igualmente uma honra e um prazer para a Trígono contribuir como patrocinadora desta obra – que já nasce clássica e obrigatória para estudantes, profissionais de investimentos, executivos, administradores de empresas e conselheiros de administração. Para todo aquele, enfim, que de alguma forma relaciona sua atividade profissional ou acadêmica às empresas, e aos investimentos, tanto destas como nestas.

Boa leitura.

O ROIC nas análises de investimento

Oscar Malvessi*

É comum no dia a dia analisar e fazer contas sobre resultados de investimentos ou aplicações financeiras. Mesmo assim, há no mínimo três fatores que podem alterar o resultado encontrado: inflação, risco e IR (Imposto de Renda).

Já quando estamos analisando as demonstrações financeiras e novos investimentos na empresa, os cuidados técnicos e a relação risco/retorno devem ser muito bem-conceituados. Lembrando que o uso de diferentes conceitos e modelos modifica a expressão dos seus indicadores – e pode levar a decisões erradas.

Especificamente, o cálculo de retorno sobre o investimento feito com conceitos do método de análise financeira tradicional gera resultados muito diferentes quando comparados aos valores encontrados quando se aplica conceitos de finanças corporativas contemporâneas. As diferenças surgem tanto no valor quanto no significado dos resultados.

Historicamente, os retornos dos investimentos em empresas sempre foram avaliados de forma simples, com o uso dos princípios tradicionais de análise financeira – como o ROI

(*Return on Investment*, ou Retorno sobre Investimento), indicador conhecido também pela fórmula Dupont: Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total Médio.

Em finanças corporativas contemporâneas, o processo de análise financeira evoluiu a partir da década de 1980 com a introdução do conceito de *Valuation* (avaliação de empresas) e da metodologia de gestão baseada em valor – VBM-*Value Based Management*, ou Criação de Valor-EVA™/VEC®¹ (Valor Econômico Criado – ou método VEC®).

A partir disso, a forma de mensurar o retorno sobre o investimento é modificada e reinterpretada. A nova fórmula agora é chamada ROIC (*Return on Invested Capital*, ou Retorno sobre Capital Investido), principal indicador utilizado na metodologia de criação de valor.

Quais as diferenças entre ambos?

O ROI usa conceitos simples de análise financeira, sem ajustes ou reclassificação nas demonstrações. O cálculo é feito dividindo-se Lucro Líquido pelo Ativo Total Médio.

Já o ROIC privilegia e considera apenas ativos operacionais – do *core business* da empresa. Desta forma, deve-se reclassificar e ajustar as contas do balanço patrimonial e da demonstração de resultados. Considera-se as contas operacionais, que contribuem diretamente para obter a Receita Operacional e que resultam no respectivo lucro operacional.

Formulação do ROIC: o valor dos ativos operacionais é interpretado como capital investido. O capital investido é a soma de valor do capital de giro operacional líquido e ativos de longo prazo.

Os conceitos considerados são:

a- Capital de giro operacional líquido (CGOL)

É a diferença entre ativos circulantes operacionais e passivos circulantes operacionais. Assim, o valor do CGOL representa a efetiva necessidade de capital de giro para a operação.

b- Ativos não circulantes

São os investimentos operacionais do ativo classificados no longo prazo. Exemplos são: contas do realizável a longo prazo, o imobilizado, participações societárias e o intangível (valores atualizados monetariamente).

c- Capital investido

O valor do capital investido na operação ou na empresa é representado pela soma de **a** (o CGOL) e **b** (ativos não circulantes).

d- Lucro Operacional Líquido do IR (LOLIR)

Na DRE consideram-se os elementos operacionais (*core business*) que compõem a estrutura da operação – como receitas operacionais, custos, despesas operacionais e a respectiva dedução do Imposto de Renda. Ou seja: o lucro operacional é deduzido do cálculo do IR. Esse será o valor do LOLIR.

1 – ROIC – Retorno sobre o capital investido

¹ VEC®-Valor Econômico Criado. Denominação utilizada na tese de doutorado de 2001 na EAESP FGV, nos artigos e materiais visando expressar a metodologia Criação de Valor ao Acionista-EVA™/VEC® ou VBM-Value Based Management - Valuation e sua convergência aos princípios de governança corporativa aplicados às empresas no Brasil. Conhecidos por Economic Profit ou Lucro Econômico e pela sigla EVA™ Economic Value Added ou Valor Econômico Adicionado, Agregado. EVA™ é marca da Stern Stewart de N.Y. VEC® é marca registrada da Oscar Malvessi Consultoria em Valor.

O cálculo do ROIC é feito segundo a seguinte fórmula:

$$ROIC = \frac{LOLIR}{Capital\ Investido\ Médio}$$

A finalidade do ROIC é mostrar a produtividade obtida com o uso dos ativos operacionais – o capital investido na operação – dado o valor dos resultados operacionais – o LOLIR.

1.1 – ROIC – margem X giro

Há uma segunda maneira de calcular o ROIC e a sua estrutura de informação é mais analítica, pois considera dois fatores conjuntos: a margem do LOLIR e o giro do capital investido. Nesse cálculo, multiplica-se o resultado da margem LOLIR pelo giro do capital investido médio.

$$ROIC = \frac{LOLIR}{Vendas\ Líquidas} \times \frac{Vendas\ Líquidas}{Capital\ Investido\ Médio}$$

Essa segunda fórmula amplia a dimensão e a qualidade da análise gerencial: é possível identificar se a contribuição que ela traz ao retorno efetivo tem origem no nível da margem LOLIR obtida ou se é representada pelo giro dos ativos das operações. Fica evidente que a característica da empresa e o setor de atividade contribuem para ampliar a mensuração e identificar se a qualidade e o nível da gestão são apropriados.

O ROIC tem o objetivo de mensurar a produtividade no uso dos ativos operacionais. Representa a qualidade das decisões estratégicas financeiras e, ao mesmo tempo, a rentabilidade operacional efetiva do negócio.

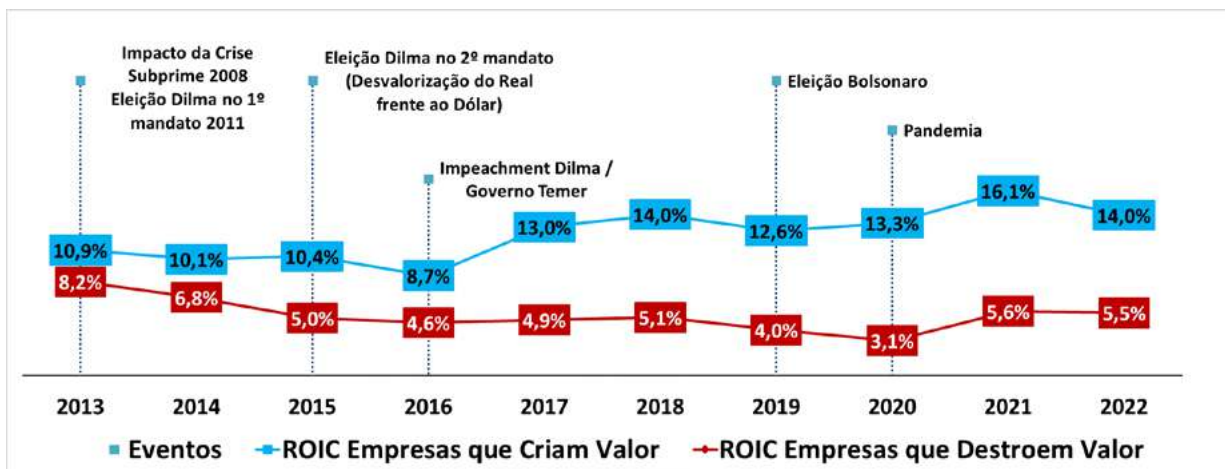
Essa estrutura de informação é a ferramenta indicada pela metodologia de criação de valor, o método VEC®. O ROIC é o indicador financeiro recomendado para medir de forma apropriada se o capital investido na empresa, nas unidades de negócios e em suas divisões é compatível e suficiente para criar valor. Isso porque o método VEC® considera conceitos contemporâneos de finanças corporativas, como a inclusão do custo de oportunidade do capital investido pelo acionista.

O ROIC, ao mostrar a produtividade do capital investido, permite entender o verdadeiro resultado econômico da empresa e determina o que fazer para implementar uma melhoria contínua no aumento da criação de valor. Recomenda-se na gestão adotar a visão integrada do uso e análise das informações das DFs, tal como requerida pelo método VEC®.

O método torna possível avaliar melhor e antecipar eventuais problemas financeiros – o que é crucial em um ambiente de acirrada concorrência e negócios globalizados. Quanto maior for o ROIC, maior será o valor da empresa – e é notável o impacto que o indicador causa na percepção da valorização das empresas no mercado.

Das 133² empresas do IGC apresentadas no gráfico 1, somente 23 criam valor. Não por acaso, os ROICs de tais empresas são sempre superiores aos das demais, que não criam valor.

Gráfico 1 - ROIC: comportamento das empresas que criam valor e que destroem valor - Moeda Contante



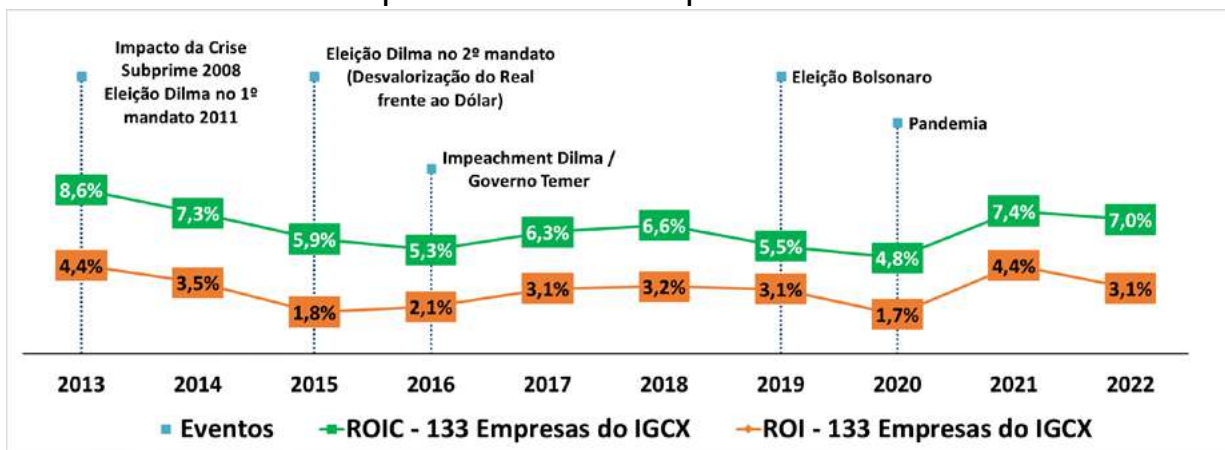
1.1 Comparando o ROIC versus ROI

As evidências empíricas demonstram a diferença do ROIC quando comparado à análise financeira tradicional, que avalia a qualidade dos resultados através do lucro líquido e o ativo total médio, na métrica do ROI.

O ROI, no entanto, subestima o retorno da empresa (o que o ROIC não faz), porque usa o lucro líquido comparado ao valor ativo total médio.

No gráfico 2 observa-se, nas 133 empresas do IGC, os comportamentos de ROIC e ROI - e fica evidente a superioridade do primeiro como métrica de retorno.

Gráfico 2 - ROIC vs ROI: comportamento das 133 empresas do IGCX - Moeda Contante



² Essas 133 empresas compõem o IGC (Índice de Governança Corporativa) da B3, e fazem parte da 9ª edição do Estudo de Remuneração Executiva e a Criação de Valor de 2018/2022. Vide artigos e estudos em "publicações" no site: www.oscarmalvessi.com.br

Não é possível, usando o ROI, ir além dos aspectos contábeis, fiscais e societários, como nas demais análises feitas com indicadores tradicionais. Trata-se de um indicador idealizado nas décadas de 1930 e 1940, calibrado para analisar o comportamento financeiro das empresas a partir da visão mais simples (simplória) de então. Não há, no ROI e nem em indicadores tradicionais qualquer abertura de informações que permita ver, por exemplo, a remuneração do capital do acionista, ou medir se a lucratividade do negócio está acima do custo de oportunidade do capital investido.

O método VEC[®] é mais consistente do ponto de vista técnico, visto que o ROIC requer a reclassificação das informações das demonstrações financeiras (DFs) para ser formulado. Portanto, fica claro que a adoção do ROIC é altamente recomendada a acionistas e gestores, que com ele tomarão decisões gerenciais mais eficientes. O ROIC demonstra a produtividade do capital investido, permite entender o verdadeiro resultado econômico da empresa e determina melhoria contínua no aumento da criação de valor.

1.2 Empresa ABC: Demonstrações Financeiras Padronizadas

Vamos exemplificar a seguir a teoria apresentada com a solução de um exemplo da empresa (hipotética) ABC. Veremos na prática o cálculo do capital investido, do LOLIR e do ROIC – efeito de comparação, o cálculo do ROI.

Apresentamos a seguir as DFs da empresa ABC, padronizadas dentro do modelo da CVM.

Empresa ABC: A) Balanço Patrimonial: Ativo (Reais MM)

Conta	Descrição	X1	X2	X3
1	Ativo Total	6.560	7.670	8.920
1.01	Ativo Circulante	4.110	4.960	5.970
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa*	890	1.070	920
1.01.02	Aplicações Financeiras*	0	90	470
1.01.03	Contas a Receber - Clientes	2.210	2.650	3.170
1.01.04	Estoques	790	930	1.120
1.01.05	Tributos a Recuperar	140	150	210
1.01.06	Despesas Antecipadas	10	10	20
1.01.07	Outros Ativos Circulantes	70	60	60
1.02	Ativo Não Circulante	2.450	2.710	2.950
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	270	330	300
1.02.01.01	Aplicações Financeiras*	10	10	30
1.02.01.02	Tributos Diferidos**	160	200	160
1.02.01.03	Outros Ativos Não Circulantes	100	120	110
1.02.01.03.01	Tributos a Recuperar**	70	90	80
1.02.01.03.02	Outros	30	30	30
1.02.02	Investimentos	10	10	0
1.02.03	Imobilizado	1.660	1.830	2.010
1.02.03.01	Imobilizado em Operação	1.550	1.680	1.870
1.02.03.02	Imobilizado Arrendado	30	30	30
1.02.03.03	Imobilizado em Andamento	80	120	110

1.02.04	Intangível	510	540	640
1.02.04.01	Intangíveis	390	420	520
1.02.04.01.01	Demais intangíveis	350	380	520
1.02.04.01.02	Intangível arrendado	40	40	0
1.02.04.02	Goodwill	120	120	120

*Contas do Ativo Financeiro **Contas de Tributos e Ativos Diferidos

Empresa ABC: B) Balanço Patrimonial: Passivo (Reais MM)

Conta	Descrição	X1	X2	X3
2	Passivo Total	6.560	7.670	8.920
2.01	Passivo Circulante	2.980	3.010	4.390
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	180	240	250
2.01.02	Fornecedores	680	850	960
2.01.03	Obrigações Fiscais	420	490	570
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos*	1.000	520	1.430
2.01.05	Outras Obrigações	660	870	1.130
2.01.05.01	Dividendos e JCP a Pagar*	150	180	240
2.01.05.02	Derivativos*	60	10	20
2.01.05.03	Obrigações Diversas	450	680	870
2.01.06	Provisões	40	40	50
2.02	Passivo Não Circulante	930	1.420	560
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos*	880	1.360	500
2.02.02	Outras Obrigações	10	10	10
2.02.03	Tributos Diferidos**	0	0	20
2.02.04	Provisões**	40	50	30
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	2.650	3.240	3.970
2.03.01	Capital Social Realizado	1.180	2.560	2.640
2.03.02	Reservas de Capital	290	70	80
2.03.02.01	Outras Reservas	310	100	130
2.03.02.02	Ações em Tesouraria	-20	-30	-50
2.03.03	Reservas de Lucros	1.220	600	1.240
2.03.04	Outros Resultados Abrangentes	-40	10	10

*Contas do Passivo Financeiro **Contas de Tributos e Passivo Diferidos

Empresa ABC: C) Demonstração de Resultado – DRE (Reais MM)

Conta	Descrição	X1	X2	X3
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	6.460	7.450	8.430
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.580	-2.950	-3.290
3.03	Resultado Bruto	3.880	4.500	5.140
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-2.850	-3.270	-3.710
3.04.01	Despesas com Vendas	-1.550	-2.070	-2.260
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-830	-1.020	-1.120
3.04.03	Outras Receitas Operacionais	120	50	30
3.04.04	Outras Despesas Operacionais	-590	-230	-360
3.05	Lucro Operacional	1.030	1.230	1.430

3.06	Resultado Financeiro	-110	-90	-60
3.06.01	Receitas Financeiras	90	60	50
3.06.02	Despesas Financeiras	-200	-150	-110
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	920	1.140	1.370
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-250	-270	-360
3.08.01	Corrente	-260	-340	-280
3.08.02	Diferido	10	70	-80
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	670	870	1.010
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	0	0	0
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	670	870	1.010
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	600	710	990
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	70	160	20
6.01.01.03	Depreciação e Amortização (Fluxo de Caixa)***	320	330	320

*** Inclui-se na última linha da DR a linha de Depreciação 6.01.01.03, informação que é publicada e disponível na Demonstração de Fluxo de Caixa.

1.3 Empresa ABC: Solução - ROIC

O primeiro passo do método VEC[®] para calcular o ROIC é determinar o capital investido (tabela 1). Primeiro, calcula-se o CGOL (capital de giro operacional líquido), que, como vimos mais acima, é a diferença entre ativo circulante operacional e passivo circulante operacional. Na sequência, adiciona-se o valor dos ativos não circulantes – obtendo-se, assim, o valor do capital investido.

Tabela 1 - Empresa ABC: Capital Investido (Reais MM)

1 - Capital Investido	X1	X2	X3
1 Ativo Circulante Operacional	3.220	3.800	4.580
2 Passivo Circulante Operacional	1.770	2.300	2.700
3 Capital de Giro Oper. Líq. (CGOL) (1-2)	1.450	1.500	1.880
4 Ativo Não Circulante	2.400	2.650	2.870
5 1 - Capital Investido (3+4)	3.850	4.150	4.750
Ativo Total	6.560	7.670	8.920

No quadro abaixo, vemos a relevante diferença entre o valor do ativo publicado vs. o valor do capital investido calculado pelo método VEC[®].

Empresa ABC: Diferença entre o Capital Investido método VEC[®] e o Ativo Total

Descrição	X1	X2	X3
Ativo Total (DF 1)	6.560	7.670	8.920
1 - Capital Investido (5)	3.850	4.150	4.750
Diferença entre a DF publicada e o modelo VEC	2.710	3.520	4.170
Diferença (%) entre a DF publicada e o modelo VEC	-41%	-46%	-47%

Na tabela 2, é importante destacar que, no cálculo do LOLIR, são usadas somente informações recorrentes das atividades – o *core* da operação. Como o lucro operacional é tributado, também se devem deduzir encargos do IR da empresa – o resultado é o valor do LOLIR.

Tabela 2 - Empresa ABC: LOLIR - (Reais MM)

2 - LOLIR	X1	X2	X3
6 Lucro Operacional	1.030	1.230	1.430
7 Resultado de Equivalência Patrimonial (REP)	0	0	0
8 IR s/ Lucro Oper - REP (25%*(6-7))	260	310	360
9 Resultado de Equivalência Patrimonial (REP)	0	0	0
10 LOLIR (6-7-8+9)	770	920	1.070

Como resultado, na tabela 3, vamos calcular o ROIC (principal indicador de retorno operacional de uma atividade, divisão ou empresa), utilizando o LOLIR e o capital investido médio – ou, na segunda alternativa, multiplicando a margem LOLIR pelo giro do capital investido médio.

Tabela 3 - Empresa ABC: ROIC (%)

3 - ROIC	X1	X2	X3
11 LOLIR (6-7-8+9)	770	920	1.070
12 Capital Investido Md.	3.850	4.000	4.450
13 3.1 - ROIC (11/12)	20,0%	23,0%	24,0%
14 Vendas Líquidas	6.460	7.450	8.430
15 Capital Investido Md.	3.850	4.000	4.450
16 Giro de Capital Investido Md. (14/15)	1,7x	1,9x	1,9x
17 Margem LOLIR(10/14)	11,9%	12,3%	12,7%
18 3.2 - ROIC (16*17)	20,0%	23,0%	24,0%

Agora veremos o cálculo do ROI (tabela 4), dado pelo lucro líquido dividido pelo ativo total médio.

Tabela 4 - Empresa ABC: ROI (%)

4 - Indicadores de Retorno Convencionais	X1	X2	X3
19 Lucro líquido	670	870	1.010
20 Ativo Total Md.	6.560	7.115	8.295
21 4.1 - ROI (19/20)	10,2%	12,2%	12,2%

Comparados ROIC e ROI, ficam evidentes não só a magnitude das diferenças entre os resultados do método VEC® e os do indicador tradicional de análise, como também a

consistência da resposta. Consta-se a inadequação e a falta de respostas corretas quando se faz uso do ROI.

No método VEC® (considera conceitos contemporâneos de finanças corporativas), o ROIC é o indicador recomendado para se medir de forma apropriada se o capital investido na empresa demonstra capacidade de melhorar a criação de valor.

Do ponto de vista da avaliação gerencial, os KPIs do método VEC® se diferenciam nas respostas e são relevantes para decisões assertivas da gestão, com visão de longo prazo. Para não só valorizar, mas perenizar a empresa.



* Oscar Malvessi é consultor especializado em criação de valor, autor de artigos e livros sobre temas de finanças corporativas e valuation. Professor da FGV nos cursos executivos, foi professor de carreira na área financeira da EAESP FGV por mais de 30 anos. oscar@oscarmalvessi.com.br

Conjuntura internacional

Em agosto, tanto o aumento salarial quanto a geração de empregos tiveram desacelerações relevantes nos EUA. Os dois têm tido papel central para a definição de política monetária no país – um desaquecimento é uma boa (uma excelente, aliás) notícia do ponto de vista do controle da inflação. Outra boa notícia é a alta considerável da participação na força de trabalho – que atingiu o maior nível em mais de três anos (ou seja, desde antes da pandemia de COVID-19); isso marca uma certa normalização na disponibilidade de força de trabalho (outro grande fator de influência na inflação).

Apesar disso, a preocupação com a questão fiscal americana (já comentada em **Resenhas** anteriores), o discurso ainda contracionista do Fed e a alta das *commodities* não têm contribuído para baixar o yield das *Treasuries*. O título de 10 anos está com remuneração acima de 4,1%. O problema fiscal americano, apesar de ter diversas soluções, está ficando de fora das conversas de pré-candidatos – democratas e republicanos – à corrida presidencial. O mercado está percebendo essa ausência, e está ficando inquieto por isso. O crescimento do PIB do país pode ser prejudicado se esse problema não for logo resolvido.

Ao mesmo tempo, os bons resultados do segundo trimestre apresentados pelas empresas levaram os índices das bolsas norte-americanas a novas máximas no ano.

Consolida-se, assim, um cenário interessante: mesmo com o *yield* de 10 anos altíssimo, a bolsa americana segue subindo. Muitas vezes, o mais importante é o micro, e não o macro, mesmo quando se discute índices. A Trígono pensa exatamente assim: *bottom-up*; de baixo para cima; do micro ao macro.

A China amplia os incentivos para que o setor imobiliário se recupere – da redução da entrada mínima para comprar um apartamento a descontos no imposto de renda e redução de juros em financiamentos. Essas contínuas medidas têm criado a expectativa de que o governo chinês em

breve anunciará medidas fiscais relevantes – justamente porque nenhuma delas têm dado muito certo até aqui.

Dado que foi o próprio governo o maior responsável pelo início da crise imobiliária chinesa, talvez essa expectativa de uma rápida “salvação” do setor com emissão de dívida e grandes incentivos financeiros a construtoras seja um reflexo condicionado, criado pelo modelo de crescimento chinês do passado.

O lado positivo é que a derrocada de várias construtoras parece não ter afetado de forma muito grave outros setores da economia – como o financeiro, por exemplo. Ao contrário do que é comum em crises imobiliárias mais graves, os preços de ações dos bancos chineses seguem em bons patamares, com desempenho melhor que os dos americanos desde o pré-pandemia. Preços de ações de bancos são um forte *leading indicator* (previsores): se estivessem despencando, seria um sinal preocupante para o sistema financeiro chinês. Nada disso se viu. Ainda.

ETF Financeiro da bolsa chinesa



Fonte: Yahoo Finance

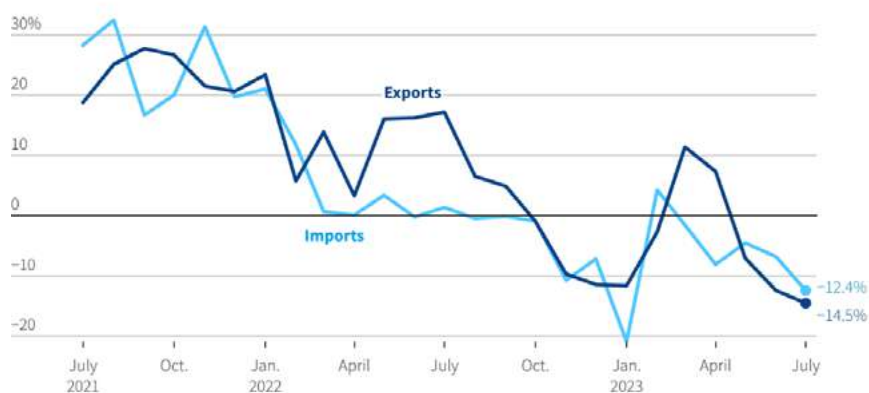
Dada essa visão sobre a economia chinesa, relativamente mais positiva do que se tem visto na imprensa, voltemos o olhar para o comércio internacional chinês – e aqui há, inegavelmente, sinais de deterioração por toda parte. Exportações e importações da China vêm caindo trimestre a trimestre. A explicação em parte está em uma demanda internacional menor por consumo discricionário – reflexo da significativa alta dos juros.

Mas, como dissemos mais acima, é raro um problema assim ter uma causa única. Há que se levar em conta o chamado *near-shoring* (ou *friendly-shoring*), já mencionado em diversas ocasiões em resenhas anteriores. É perceptível que EUA e a União Europeia são os que mais reduziram o comércio com a China, num acentuado contraste com o que se viu nos últimos 30 ou 40 anos. Resta à China estabelecer novas relações comerciais e implementar a migração para a economia de consumo – de preferência, sem causar uma grave crise no processo.

China exports and imports fall in July

China's July exports had the biggest decline since February 2020 as sluggish overseas economies struggling with inflation and rising interest rates buy up fewer goods from Chinese factories.

Change in dollar-denominated exports and imports (Y/Y)



Source: Refinitiv Datastream | Reuters, August 8, 2023 | By Kripa Jayaram

Outra surpresa é a alta do preço do minério de ferro – o que se explica principalmente pela menor originação de sucata na construção civil. Como ainda há forte demanda de aço em outros setores da economia, a produção segue relativamente robusta e leva à compra de mais minério de ferro para substituir a menor oferta de sucata.

Vide a ilustração abaixo que mostra as importações estadunidenses do México já superando a origem chinesa (*near e friendly-shoring*).

Chart 4: US importing more from Mexico than China for first time since 2003

China and Mexico as % of US imports (12-month moving average)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

Sobre o petróleo, a produção mundial não deve seguir o ritmo de crescimento visto em 2022 e no primeiro semestre deste ano, com países importantes atingindo pico de produção. Já o consumo, que cresce mesmo com toda a movimentação para eletrificar e chegar a fontes renováveis, mas ela, a ubíqua alta da taxa de juro, tem feito o preço do barril subir de novo. A União Europeia, após anos de consumo estável ou declinante de petróleo, voltou a demandar mais neste ano.

Mas a *commodity* cercada de mais otimismo atualmente é o açúcar. Os canaviais da Índia – maior produtor mundial – sofreram muito por conta das piores condições climáticas em 100 anos, ao ponto de o governo proibir (temporariamente) a exportação do produto. Como a cana demora algumas safras para se recuperar de um clima ruim, é seguro afirmar que uma ou duas safras futuras também serão prejudicadas.

Dessa forma, o mix mais açucareiro no Brasil deve reduzir a oferta de etanol de cana – que pode, no entanto, ser ocupada por etanol de milho, que está bastante vantajoso com o preço do grão bastante depreciado devido à supersafra e à incapacidade de armazenagem, levando produtores a comercializarem sua produção a qualquer preço.

É impressionante, aliás, o avanço do etanol de milho, que já representa quase 20% do etanol produzido no país. Investimentos na produção em novas usinas de etanol de milho se converterão em máquinas agrícolas, silos, caminhões etc. Ou seja, mesmo o que acontece na distante Índia beneficia o Brasil diretamente nos preços, na demanda por açúcar, e investimentos em setores de bens de capital (no qual a Trígono, claro, investe). E o aumento da mistura do etanol de gasolina de 10% para 20% tira ainda mais cana da produção do açúcar para a de combustível. No Brasil, espera-se um aumento de 27% para 30% na mistura, criando-se demanda adicional.

Sobre a guerra na Ucrânia, da qual não falamos há algumas **Resenhas**: as hostilidades contra embarcações civis no mar Negro voltaram a acontecer. Há poucas semanas, explosivos ucranianos danificaram um dos maiores navios russos de transporte de petróleo; a Rússia, de seu lado, segue destruindo silos repletos de grãos ucranianos e atacando a infraestrutura. O *front* de batalha segue estável – estagnado, talvez, fosse mais preciso –, sem avanços significativos, mas mortes e o tom do discurso de ambos os países seguem escalando. Mais de 500 mil pessoas foram mortas ou feridas no conflito até aqui, segundo oficiais americanos. Membros da OTAN seguem enviando muitos recursos à Ucrânia, e provavelmente enviarão caças neste ano, além de tanques e artilharia.

Porque está envolvida no conflito uma potência nuclear, a escalada das agressões causa cada vez mais preocupação por toda parte, lembrando o tão terrível agosto de 1945, razão de eterno desgosto.

Conjuntura nacional

Em agosto, observamos uma repentina mudança de sentimento no mercado: empresas de perfil alavancado, negócios frágeis e resultados cíclicos sofreram fortes quedas, em movimento corretivo e realização de lucros. Tais companhias vinham se cacifando como candidatas preferidas do *rally* recente de bolsa em termos de potencial de valorização.

Já havíamos discutido essa possibilidade na **Resenha** de julho. A dúvida é se este movimento terminou ou não.

A quebra de expectativas causa certa estranheza, dado que os déficits já estavam certos de serem maiores do que o ministro Fernando Haddad (Fazenda) vinha prometendo, e estava claro que não havia solução traçada e fácil para esse problema. A taxação do *e-commerce* chinês pode ser um tiro no pé, pois trará descontentamento entre consumidores e a inflação, enquanto a alíquota do IVA virou uma briga de foice no escuro no Congresso e o Brasil segue ostentando a duvidosa honra de ter uma das maiores cargas tributárias do mundo, talvez a medalha de ouro no topo do *podium* tributário (nenhuma surpresa). Criar impostos é algo que político algum teria coragem de sugerir em voz alta. Aumentar impostos, por sua vez, aperta a inflação, o que dificulta a redução dos juros e mantém pesado o custo da dívida do Tesouro e seu refinanciamento

Da mesma forma, boa parte das diversas empresas que pediram *hair-cut* (desconto do principal na renegociação) em dívidas, fizeram *follow-on* (emissão de ações no mercado) ou entraram em recuperação judicial já apresentavam sinais claríssimos dessa dinâmica. Por isso *market-timing* e investimento *top-down* são tão cruéis: narrativas de mercado mudam muito rápido, tenham ou não mudado as informações. Desde o corte de 0,5 ponto percentual na taxa Selic (ótima notícia para a bolsa), os índices vêm perdendo *momentum*, e as empresas que mais sofreram foram justamente as alavancadas – mas não para as de nossa carteira, que tiveram desempenho bem acima dos *benchmarks* (o que se vai ver seção Desempenho dos Fundos, a seguir).

Em termos de curto/médio prazo, para a nossa carteira, dois fatores positivos se destacam:

1) A perspectiva de resultados crescentes para o segundo semestre e para 2024. A melhoria contínua e gradual de receita trará alavancagem operacional – principalmente de nossas empresas industriais, afetadas no primeiro semestre pela troca da regulação Euro 5 para Euro 6 (de emissões de caminhões) – o que fez preços subirem de 15% a 25% (clientes, sabendo da mudança já em 2022, anteciparam compras) – e pela dificuldade de liberação do crédito do Plano Safra (o que foi normalizado).

Mesmo tendo sido visto bem antes, esse efeito (não recorrente) dificultou a atração de investidores para o segmento de componentes automotivos no semestre passado; sem ele, os resultados tendem a melhorar – e a atratividade também.

Prejudicial como fosse, essa não recorrência não ficou no caminho da valorização de algumas de nossas investidas, como Metal Leve (que registrou ganho de 79,6%) e Schulz (63,6%). A Tupy registrou queda (-1%), mas isso porque ainda não foi capturada a dinâmica positiva em que se encontra, com as aquisições de Teksid (atual Tupy-MG) e MWM e a substancial criação de valor que devem trazer à Tupy e aos seus acionistas. Há ainda o *nearshoring*, que comentamos antes, favorecendo demais suas atividades no México – lembrando que o USMCA (Acordo Estados Unidos-México-Canadá, na sigla em inglês – o novo Nafta) representou 45% das receitas da Tupy no 1S23, e cujas economias estão muito favoráveis aos clientes finais dos produtos da companhia.

2) A dinâmica de liquidez das *small caps*. Esta variável nem nós nem o mercado controlamos – mas seu efeito é significativo. Houve uma queda de liquidez no mercado no processo de aumento da taxa de juros. A isso seguiu-se uma espiral negativa de queda de cotações e redução de liquidez. Mesmo que os fundamentos da empresa estejam bons, muitos investidores institucionais deixaram posições *small caps* por conta dessa redução de liquidez.

Mas, em relação ao ano passado, a liquidez tem aumentado aos poucos; juros em queda devem fazer esse movimento de recuperação na liquidez ganhar força. Daí, deve se seguir um processo – um ciclo virtuoso de alta nas cotações e elevação na liquidez. Investidores institucionais então podem voltar a se interessar e alocar um maior percentual de seus ativos em *small caps* (em busca de exposição em setores e empresas cíclicas, que se beneficiam da queda nas taxas de juros). A própria B3, com algumas iniciativas recentes (possíveis novos *books* paralelos e aumento considerável do horário do *after market*, por exemplo), pode ajudar nesse sentido.

Em agosto, o investidor institucional aportou R\$ 5,4 bilhões e, o individual, R\$ 4,6 bilhões nas negociações líquidas no mercado secundário (exceto emissões primárias de ações) na B3. O cenário de resgates para a indústria de fundos de ações melhorou bastante no segundo semestre de 2023 até aqui, em relação a 2022, mas atrair mais investidores tem se mostrado bem difícil.

O viés comparativo de retornos passados é considerável. A maioria esmagadora dos FIAs (fundos de ações) tem retornado muito abaixo do CDI nos últimos 24 meses (parte considerável tem tido retorno negativo, inclusive) e a rentabilidade atual da renda fixa ainda é maior que 1% ao mês. Com o passar do tempo, janelas mais favoráveis de comparação vão se abrir e, com o juro aterrissando, mais forte deverá ser a volta do investidor institucional à B3. Mas a mudança de cenário deverá ser gradual. Os fundos multimercado também poderão aumentar a alocação em renda variável – e investidores individuais, percebendo um movimento de alta, também deverão seguir o “rebanho”. O investidor estrangeiro tirou R\$ 13,2 bilhões da bolsa brasileira em agosto, numa forte realização de lucros. Até julho, para se ter noção do que foi agosto nesse aspecto específico, tinham sido aportados R\$ 24,1 bilhões. Em um mês, metade do que havia chegado se foi. O saldo foi reduzido a R\$ 10,9 bilhões (apenas 45% da posição de julho).

Como dissemos antes, os ruídos da questão fiscal brasileira não são novidade, mas estão ocupando um bocado de espaço na atenção de todos. A reforma ministerial poderá trazer mais governabilidade – leia-se: angariar mais apoio do Congresso para aumentar arrecadação e aprovar projetos do Executivo, mas fortalecendo o centrão, tão criticado na mídia e pelo próprio Presidente da República, mas cada vez mais refém deste bloco político. Pelo que temos visto até aqui, o Congresso segue como grande protagonista da política, e Artur Lira tem sido o nome de maior destaque e poder. Em um cenário ideal, o Congresso pode usar esse protagonismo para propor também o controle de gastos a partir de 2024 ou 2025, em conjunto com o aumento da arrecadação. De nossa parte, seria uma excelente medida.

A reforma administrativa, que tem certo “apoio disfarçado” da ala mais moderada dos ministros, tem sido ventilada e pode ser a saída para um aumento menor de impostos no futuro. Ela é apoiada por bancadas fortes, como a do agronegócio.

Desempenho dos Fundos – Agosto 2023

Agosto, que se mostrou um mês de desgostos para o segmento de renda variável, mostrou também que a estratégia *top-down* não traz qualquer vantagem em relação ao próprio mercado. Este, em grande parte, já havia se posicionado para o tão esperado início do ciclo de queda de juros – que supostamente estimularia aportes na renda variável. Mas, de tão antecipado, quando ocorreu

pareceu já ter sido incorporado pelo mercado no mês anterior, quando o movimento do BC já parecia iminente.

Na Trígono, nada mudou: continuamos a gerir nossas carteiras de forma pragmática, ignorando o rufar dos tambores, focando ainda mais nos resultados de empresas publicados até meados do mês. Nenhuma grande surpresa – o que por si só é uma surpresa, já que surpresas são, em alguma medida, esperadas (Oscar Wilde, que era chegado num paradoxo, se divertiria com isso). Numa chave menos literária: como dizem nossos amigos norte-americanos, *no news is good news*. Às vezes, novidades tendem ao negativo – então, se não há nada de novo, pelo menos nada novo e de negativo aconteceu.

Além da antecipação quanto à queda da SELIC, outro fator que determinou a queda da B3 no mês passado foi um forte movimento de venda pelos estrangeiros, que tiraram R\$ 13,2 bilhões em agosto. Para se ter uma ideia do tamanho da debandada, a entrada líquida acumulada no ano até julho somava R\$ 24,1 bilhões, e em um mês isso cai para menos da metade (mais precisamente 45% do saldo do mês anterior).

Motivos para isso podem ser vários – das férias de verão no hemisfério norte à preocupação com novos aumentos de juros pelo Fed (o que reduz apetite a risco em mercados emergentes) e até a um maior pessimismo com a China (o que impacta os preços das *commodities*). Como em tantas situações, apontar um responsável único, singular, talvez seja impossível; o efeito de todos esses fatores combinados (independentemente do peso de cada um) tem mais chance de ser a resposta correta. Há, inclusive, que se levar em conta fatores de caráter mais local.

Em relação ao desempenho dos nossos fundos, mal cabe em nós a satisfação de informar que, exceto pelo Power & Yield (negativo no mês e ainda atrás do *benchmark* no ano), **todos** os fundos de renda variável bateram seus respectivos referenciais no acumulado de 2023. Mais importante: todos (Power & Yield inclusive) batem seus *benchmarks* desde o início.

O próprio Power & Yield acumula valorização de 13,04% desde o lançamento (5/fev/21), ante 3,32% do IEE. Para os críticos e para aqueles que acham pouco, o IBOV tem queda de 3,74% no acumulado no mesmo período. Ou seja: o P&Y abriu alfa de 9,72% sobre o IDIV e de nada menos que 16,78% sobre o IBOV. E há quem reclame, mas isso nos estimula ainda mais e nosso propósito de também satisfazer aqueles insatisfeitos. Vide comentários sobre o fundo a seguir.

Não custa lembrar: três anos é um prazo mínimo para se analisar o desempenho de um fundo. Nossos quatro fundos 100% alocados em renda variável (excluindo Prev70, cuja alocação aí é de 70%; e Flagship, fechado para aplicações – portanto contabilizamos apenas a versão com 60 dias para resgate) apresentaram valorização média de 118% no triênio (29,67% ao ano, composto), contra uma queda acumulada de 10,8% do SMLL (*small caps*); alta de 16,48% do IBOV; e alta de 37,76% do IDIV (nos três índices, a média é de 14,48%, ou 4,6% anual).

Ou seja, nossos fundos apresentaram, em média, alfa de 25,1% ao ano sobre a média dos três referenciais. Mesmo o CDI acumulou 28,57% em três anos (ou 8,74% ao ano), o que corresponde a menos de 1/3 do retorno anual composto dos nossos fundos.

Tais números falam por si mesmos.

Destacamos a consistência do desempenho de nossos fundos, a forma diferenciada de fazer a gestão, oferecendo uma excelente alternativa de diversificação, o nosso foco em *small caps* e a concentração com convicção baseada nos fundamentos das empresas – e não em ruídos de mercado e no senso comum seguidor do *top-down* baseado em macroeconomia.

O “Além do Óbvio”, na Trígono, é para valer – e é o principal ingrediente do desempenho tão diferenciado. A seguir, o comentário mensal sobre cada um de nossos fundos.

Trígono Delphos Income FIC FIA (CNPJ: 29.177.024/0001-00)

Em nossa última **Resenha**, destacamos a visão do mercado a respeito do início do ciclo de cortes na taxa Selic: baixar a taxa dos estratosféricos 13,75% seria a solução de todos os problemas, uma panaceia geral, o unguento mágico para aliviar todas as dores.

A primeira dose, 0,5 ponto percentual, veio (até acima do esperado, 0,25 p.p.), passou e a realidade se fez sentir de novo. Talvez se possa colocar na lista das “realidades” que voltaram a cair diante dos olhos do mercado a sequência de nada menos que 13 dias negativos para o Ibovespa. Dizem que 13 é um número de azar, não no caso deste gestor, dia do seu nascimento e igualmente de minha querida irmã.

Claro que o mercado pensa assim – um fator explica tudo, demonizar isso ou aquilo é mais prático, lei do menor esforço em ação. É muito mais confortável se preocupar com um “grande problema” do que com 50 “pequenos”. Um bode na sala é mais fácil de expulsar que 50 saruês (aquele gambazinho simpático que infestam a cidade de São Paulo, acreditem ou não), que se proliferam rapidamente, da mesma forma que a dívida pública fora de controle cria inúmeros problemas para a economia.



E olhe que esses saruês nem são tão pequenos assim: uma crescente preocupação fiscal, o arcabouço que deveria estancar o crescente e assustador déficit, a inanição do governo para

estancá-lo, a reforma tributária, os ciclos econômicos, o PIB anêmico, os índices elevados de desemprego, o endividamento da população, cada vez mais empresas em recuperação judicial, as decisões políticas e judiciárias controversas, os juros nos EUA, a economia chinesa minguante e o balanço decepcionante das empresas, já metade do ano passado.

Ufa! E a lista não chegou à metade.

Grandes problemas começam pequenos. Um infarto severo, quando vem, foi precedido de diversos “pequenos infartos”. Um pedaço de argamassa cai depois de uma infiltração de meses ter ficado desatendida. O carro dá sinais de que a bateria vai arriar antes de fazê-lo – mas não fazemos nada e reclamamos quando acontece. Atente-se ao pequeno. Hoje ninguém dá muita atenção; quando ganha atenção de todos, o problema tende a já ter passado há muito do ponto das soluções simples.

E não – a renda fixa não é “O” porto seguro à prova de problemas. O risco de contraparte pode até ser baixo, mas a marcação a mercado do valor destes títulos poderá depreciá-lo, especialmente devido às evoluções de déficit fiscal, dívida pública e custo de financiamento. O mandato de Roberto Campos Neto à frente do Banco Central termina em 2024 – e não se sabe quem será seu sucessor, que eventual vinculação política terá (se alguma), se será um nome técnico 100% independente. Um ambiente de deterioração fiscal e um presidente do BC que desagrade ao mercado terão efeitos sobre os títulos públicos, e os juros de mercado refletirão essas incertezas e preocupações mais à frente. Não se faz com esses comentários nenhuma recomendação de investimentos. É só um mero “quem avisa, amigo é”, ou lembrete.

Na Trígono, portfólios são formados com cautela. Não acreditamos em *market timing*, estratégia *top-down* e previsões de “oráculos” do mercado. Se for para falar em oráculos, que seja o de Delphos – cidade grega que abrigava o Templo de Apolo na Antiguidade. Reis, imperadores, pessoas de grande riqueza e autoridades se consultavam lá com as pitonisas (sacerdotisas de Apolo), mulheres que tinham visões movidas a gases vulcânicos (ou, mais provavelmente, delírios ou alucinações causadas pela ingestão certamente pouco saudável de folhas de louro ou inalação destes gases. Essas sacerdotisas, então, respondiam com discursos dúbios (delirantes, como queiram), e deixavam para os consultantes, impressionados/impressionáveis, tirar das palavras delas o que quisessem. Parece muito com os comunicados e atas do BC.



Entrada do Templo de Apolo em Delphos (autor: Werner Roger)

Quem apostou num rali após o corte de juros, decifrou errado as visões/delírios das pitonisas. Seguir o *top-down* (que leva ao *market-timing*) como forma de antecipar o mercado leva investidores a um giro muito grande em suas carteiras. Preferimos um portfólio “atemporal”: empresas preparadas para prosperar nos mais diversos ambientes econômicos. Já fizemos comentários amplos e profundos sobre elas em nossas **Resenhas** (nesta introdução inclusive) e lives.

Acreditamos que uma solução mais certa para o enigma das pitonisas seja esta: foco nas empresas diferenciadas e vencedoras e mais fáceis de decifrar que a cabeça do COPOM ou mesmo os humores muitas vezes maníaco-depressivo do mercado, ora eufórico, ora na mais profunda depressão. Lembrando a **Resenha** anterior, essas empresas seriam sacos bem pesados, que param em pé. Seguir com elas ano após ano – desde que permaneçam com fundamentos consistentes e apresentem um ROIC (vide primeira parte de resenha) que remunere adequadamente o capital empregado – cria muito valor ao acionista. Já empresas de fundamentos menos firmes e excessivamente endividadas – mesmo que atuam em setores que supostamente se beneficiariam da queda da Selic – são os sacos que não param em pé.

Feito este preâmbulo para todos os fundos: em agosto, o Delphos teve valorização de 2,3%, ante uma queda de 2,8% do IDIV, resultando em um alfa de 5,1%. No acumulado do ano, o fundo começa a abrir uma vantagem maior sobre o *benchmark* (14,5%, contra 9,2%). Como cavalos vencedores na reta final da corrida. Em 36 meses (período mínimo necessário, na visão da Trígono, para as teses se maturarem), a valorização chega a 150,8% – um alfa de nada menos que 113% no período (ante esforçados, mas poucos, 37,8% do IDIV).

Os destaques positivos do mês foram agronegócio (4,3%) e consumo (0,6%), representado este pela Irani Papel e Embalagens – que acaba de conquistar o 3º **Troféu Transparência** consecutivo, (tricampeã lembra **Trígono**), concedido pela **ANEFAC** (Associação Nacional de Executivos de Finanças). É um título de grande relevância. Também temos a satisfação de informar que a Trígono indicou, na última AGO (Assembleia Geral Ordinária) de 2023, e viu serem eleitas (com apoio de outros acionistas) as conselheiras fiscais Letícia Pedercini e Maria Elvira Lopes Gimenez (esta como suplente) como representantes independentes dos investidores minoritários. É a Trígono atuando com as melhores práticas de ESG.

Na contramão, vieram mineração e metalurgia (-1,6%) e setor químico (-0,4%). Apesar das sete principais posições representarem 87% do fundo, a volatilidade nos últimos 12 meses (21,5%) ficou só um pouco acima das de IDIV (18,8%) e IBOV (20,65%).

Essa nossa concentração é construída de forma estratégica, em empresas de qualidade, baixo risco financeiro e nas quais temos muita convicção. Dessas sete posições principais, quatro apresentam caixa líquido (Metal Leve está momentaneamente com dívida, em razão do pagamento de R\$ 550 milhões em dividendos no 2T23); nas demais, o endividamento financeiro líquido não ultrapassa 2,0x o EBITDA, com prazos bastante longos, sem qualquer pressão no fluxo de caixa.

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
DELPHOS	2,3%	14,5%	16,4%	19,9%	150,8%	217,9%	229,0%
IDIV	-2,8%	9,2%	10,6%	15,4%	37,8%	32,7%	76,1%

Trígono Flagship Small Caps FIC FIA 60 (CNPJ: 29.177.013/0001-12)

No melhor mês do ano até aqui em termos de alfa, o Flagship 60 entregou valorização de 2,1% contra queda de 7,4% (excedente de 9,5%) do *benchmark*, SMLL. No acumulado do ano, o fundo retoma a frente (9,5%) na disputa com o SMLL (8,1%) – leve vantagem de 1,4 ponto percentual. Foi um desempenho especial não só porque agosto se mostrou desafiador, mas porque ao longo do mês o Flagship Master (veículo em que são aplicados recursos do Flagship D30 e D60) chegou a bater a cota 5 desde seu início – o que, excluídos custos de taxas de administração e performance, representa um retorno de 400% (nada menos que cinco vezes maior que no início). Excluídos tais custos, o retorno do fundo desde seu início (abril/2018) é de 256,1%, contra ínfimos 24% do SMLL. O IPCA do período ficou em cerca de 34%, o que mostra a qualidade dos ativos em carteira e a extraordinária geração de alfa e retorno comprado à renda fixa também.

Por setor, o resultado de agosto foi impulsionado por agronegócio (3,6%) e indústria (1,7%). A Kepler Weber foi a estrela do mês: a empresa se prepara para um novo ciclo de vendas após o anúncio do Plano Safra 2023/24, acaba de migrar para o Novo Mercado e está em fase de lançamento de ADR nível 1. Lembrando que o PCA liberado foi de R\$ 6,65 bilhões (30% acima do ano passado), o que já levou alguns clientes à espera desses recursos a anteciparem pedidos – julho foi o melhor mês de vendas da história da companhia, e a carteira continua com um *pipeline* muito robusto, mas os pedidos não vinham se convertendo em vendas.

Ao longo de agosto, o BNDES anunciou liberação adicional de R\$ 5,1 bilhões para o Plano Safra 23/24, dos quais R\$ 3,4 bi serão destinados à agricultura empresarial (e destes, R\$ 1 bilhão vai para o Moderfrota); acreditamos que uma parcela poderá complementar o PCA. Essas vendas deverão influenciar positivamente não só o segundo semestre, mas mais ainda o ano de 2024, que promete ser bem melhor em termos de resultados do que este (em particular o primeiro semestre).

Esse otimismo todo vem com diversas novidades – não só o toque do famoso sino da B3 em 30 de agosto, para anunciar a entrada no Novo Mercado (que, no entanto, aconteceu em julho), mas a distribuição de R\$ 55 milhões em proventos (R\$ 0,40 por ação, ou 3,5% de *yield*, pago no último dia 8). E não para por aí: setembro será de eventos e celebrações. No dia 6 houve o Kepler Day, e no dia 13 haverá a inauguração da etapa de pintura a pó na fábrica de Panambi (RS), aumentando o posicionamento *premium* e a eficiência fabril e reduzindo custos. Lá estaremos para prestigiar, claro.

Já a contribuição negativa do mês veio do setor de mineração e metalurgia (-1,5%), puxada basicamente por Ferbasa, que reportou ao longo do mês seus resultados do 2T23. Foi um páreo duro, visto que o mesmo período do ano passado foi o melhor trimestre da companhia até então. O lucro passou de R\$ 381 milhões para R\$ 121,7 milhões.

Pesaram nesse resultado os preços menores de FeCr AC e de FeSi75% (principalmente o FeSi75% alta pureza, cujo contrato – renovado em abril – no ano passado estava nas máximas nesta época); custos maiores de mineração, custos com manutenção de fornos de FeSi75% e pasta eletródica e compra de biorredutores de terceiros (mesmo que em menor volume do que no 1T23). A queda das ações também seguiu as de outras empresas do setor siderúrgico, tendo a China como elemento negativo aos olhos do mercado. Mas o minério de ferro se recuperou. A conferir os próximos capítulos na novela economia chinesa. Estamos do lado otimista e acreditamos (contrariando o consenso).

O trimestre foi mais desafiador, mas os fundamentos estão no lugar. Uma retomada da demanda chinesa e gargalos na oferta sul-africana continuarão a sustentar os preços do FeCr no longo prazo. Sem contar com a investida geradora de energia eólica BW Guirapá, o caixa líquido da Ferbasa passa de R\$ 1,1 bi (R\$ 3,9 bilhões em valor de mercado no fim de agosto, descontadas as ações em tesouraria), o que deixa a companhia preparada para um novo ciclo de investimentos/crescimento. Esse ciclo, em nossa visão, seria influenciado pela Aperam – que mostra fortes indícios de investimentos no Brasil e dependeria da Ferbasa como fornecedora para atender uma eventual ampliação nas capacidades instaladas de aço inoxidável (que necessita de FeCr) e aços elétricos (consumidor de FeSi75% HP).

Falando em crescimento, a partir de agosto a Ferbasa já opera fora do mercado regulado de energia. Pode, então, expandir sua produção entre 10% e 12% sem gastar um centavo a mais de CAPEX na metalurgia, já que não precisará mais desligar os fornos das 18h às 21h de segunda a sexta. Para nem falar dos preços mais vantajosos da energia. Os investimentos seguem focados na mineração e em biorredutores para acompanhar a maior capacidade efetiva com a saída do mercado regulado. Abaixo segue a tabela com o excelente desempenho do Flagship desde seu início:

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 30	2,4%	9,4%	9,1%	4,6%	96,2%	151,2%	265,1%
SMLL	-7,4%	8,1%	-1,9%	-23,8%	-10,8%	-5,4%	24,0%

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
FLAGSHIP 60	2,1%	9,5%	9,3%	4,0%	98,0%	145,0%	256,1%
SMLL	-7,4%	8,1%	-1,9%	-23,8%	-10,8%	-5,4%	24,0%

Trígono Verbier FIC FIA (CNPJ: 08.968.733/0001-26)

Em busca de seu sexto ano consecutivo com retornos positivos e batendo o IBOV, o Verbier passa à frente após um agosto excelente: foram 3,3% de valorização, contra queda de 5,1% do referencial (mês de desgosto para quem mesmo?).

No acumulado do ano, o Verbier já abre boa vantagem: 13,4% de alta vs. 5,5% do IBOV (alfa de 7,9% até aqui). Mais uma vez, agronegócio (3,9%) e indústria (1,7%) foram destaques. Nos últimos 36 meses, o retorno é de 121,5%, contra apenas 16,5% do Ibovespa.

Com apenas cinco empresas representando 81% do fundo, sua volatilidade nos últimos 12 meses foi de 19,4% – menor que a de 20,7% do IBOV. Apesar de ter mandato de ações livre (ou *all cap*), hoje a carteira está concentrada em *small caps* – que é onde acreditamos atualmente estarem as melhores oportunidades. Mas não se perde nada com uma olhadela ocasional para o universo das grandes empresas – pelo contrário. Em agosto, começamos a montar posição em uma excelente empresa que vale dezenas de bilhões, autêntica *large cap*, e que ao nosso ver se encontra muito descontada. Mas chega de *spoiler*: fiquem sintonizados nos próximos capítulos, que o nome será revelado em breve.

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	48M	INÍCIO
VERBIER	3,3%	13,4%	15,2%	8,2%	121,5%	154,7%	229,7%
IBOVESPA	-5,1%	5,5%	5,7%	-2,6%	16,5%	14,4%	48,1%

Trígono 70 Previdência FIC FIM (CNPJ: 33.146.130/0001-96)

Nosso fundo previdenciário (com 70% alocados em renda variável e 30% em renda fixa) segue consistente, obrigado. Mesmo com um mês ruim para ações, as duas classes de ativos entregaram retorno positivo, (2,6%), deixando o CDI (1,1%) mais uma vez para trás. No acumulado do ano, o retorno é de 17,1% (ou 192% do CDI). Na tabela abaixo, vejam que o fundo bate o CDI em todas as janelas, sendo que, desde seu início (setembro de 2019 – aniversário de 4 anos está perto), o retorno é de 101,4% (ou 302,7% o CDI do período – mais que duplicando, portanto, o capital investido de quem estava aqui quando tudo começou).

Gostamos da dinâmica 70/30: com ela, fazemos um *market-timing* passivo (que independe do nosso oráculo ou de tentar antecipar movimento de mercado), que nos força a reenquadrar o fundo em períodos de maior volatilidade, comprando ações em momentos de queda e vendendo na alta. Alguém conhece estratégia melhor que essa? Vender alta e comprar na baixa. Fácil de falar, difícil de executar, mas no nosso fundo é assim que procedemos.

Seis empresas respondem por cerca de 95% da parte de ações do 70 Prev: são a nata da Trígono, presentes em nossos portfólios desde o início (de lá para cá, claro, alocações mudaram, para aproveitar oportunidades em outros ativos).

Agronegócio (3,9%) impulsionou os resultados, representado mais uma vez pela Kepler Weber (com uma ajuda extra da São Martinho). Quem não colaborou no mês foi mineração e metalurgia (-1,3%).

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
70 PREV	2,6%	17,1%	19,5%	26,0%	74,3%	101,4%
CDI	1,1%	8,9%	13,6%	25,2%	28,6%	33,5%

Trígono Icatu 100 FIA PREV (CNPJ: 35.610.342/0001-08)

Também previdenciário, mas 100% alocado em renda variável (o nome já entrega), o Icatu 100 (que se enquadra em diferentes quesitos e limites regulatórios definidos pela SUSEP) fechou agosto com valorização de 1,9% *versus* desvalorização de 5,1% do IBOV (7% de alfa em único mês). Também aqui agronegócio (2,9%) e indústria (1,3%) contam o lado azul da história, enquanto mineração e metalurgia (-1,5%) explicam o lado vermelho (conforme o exposto no tópico do Flagship).

No ano, o retorno chega a 19,5%, contra “meros” 5,5% do IBOV (lembramos que em abril o fundo chegou a amargar queda de 7% acumulada no ano. Eis aí uma bela reviravolta). Investidores mais experientes e que entendem nossa filosofia aproveitaram para aumentar a exposição neste período de “saldão”, e já acumulam ganhos até maiores. Aqueles que se assustaram e resgataram, devem estar lamentando por ignorarem o objetivo de longo prazo que fundos previdenciários trazem em seu âmago. Desde seu início (julho/2020), o retorno chega a 108,9%, contra 15,2% do *benchmark* (93,7% de alfa), ou seja, mais que dobrando o capital desde o seu início, em pouco mais de três anos (14 de julho de 2020), em pleno ambiente pandêmico.

Assim como o 70 Prev, o Icatu 100 é focado em *small caps*, o que talvez faça deles uma dupla única no segmento de previdência privada. Isso abre espaço para uma diversificação frente ao Ibovespa – praticamente a única alternativa em renda variável no ambiente previdenciário.

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	36M	INÍCIO
ICATU 100 PREV	1,9%	19,5%	14,9%	16,0%	101,7%	108,9%
IBOVESPA	-5,1%	5,5%	5,7%	-2,6%	16,5%	15,2%

Trígono Power & Yield 100 FIC FIA (CNPJ: 40.265.153/0001-85)

Foi nosso único fundo com retorno negativo no mês (-1,5%), mas, mesmo assim, o Power & Yield teve desempenho relativamente melhor que o IEE (-5,7% – excedente de 4,2%) em agosto. Embora bem atrás do *benchmark* no ano (-9,5%, contra 8,2%), o Power tem tirado a diferença nos últimos dois meses. Desde seu início (fev/2021), a valorização é de 13%, contra 3,3% do IEE (que é composto pelas 18 maiores e mais líquidas companhias do setor elétrico, quase que igualmente distribuídas).

No mês, mineração e metalurgia (-1,5%) e setor químico (-0,7%) pesaram. Do lado positivo, o destaque veio do agronegócio (0,7%), puxado basicamente pela Jalles. Mas, depois da “sofrência” do segmento sucroalcooleiro com desoneração dos combustíveis e condições climáticas, vemos perspectivas animadoras – para a companhia e para o segmento. Com condições climáticas bastante desfavoráveis na Ásia (chuvas de monções no menor nível desde 1901), a Índia deve proibir as exportações de açúcar (num momento de elevação da mistura de etanol na gasolina, de 10% para 20%). Outro ponto é que a Jalles vai ampliar para 2024 sua capacidade de açúcar com a nova planta

na Usina Santa Vitória (de 150 mil toneladas), levando o mix açucareiro total de 37% para 51%. Sem contar que todo o açúcar para 2024 está travado em R\$ 2.500/t, contra R\$2.050/t nesta safra.

Com as seis principais posições representando 74% do fundo, a volatilidade dos últimos 12 meses (21,2%) não está muito acima da do IEE (19,2%). Apesar do retorno acumulado em 2023 estar ainda bem negativo, confiamos que as investidas têm muito valor a entregar: sempre revisamos nossos modelos e projeções, e adicionamos dois novos nomes à carteira em agosto (divulgaremos nos próximos meses). E nunca é demais lembrar: nosso horizonte ideal de investimento é de 3 anos – mas em 2 e meio já batemos o referencial por boa margem (mesmo neste ano bem atrás), quase 10 pontos percentuais de vantagem para o nosso fundo.

Fundo	ago-23	2023	12M	24M	INÍCIO
POWER	-1,5%	-9,5%	-7,7%	-9,5%	13,0%
IEE	-5,7%	8,2%	3,5%	6,5%	3,3%

Trígono Horizon Microcap FIC FIA (CNPJ: 43.104.134/0001-65)

Agosto foi bom (mais uma vez) para o Horizon: no ano já vão acumulados 22,4% de alta, contra 8,1% do SMLL – e tudo isto sem alocação em varejo e construção, que têm sido o “motor” do *benchmark* no ano. Dos 8 meses já vencidos de 2023, em 6 o Horizon fechou no campo positivo – e em agosto ganhou de goleada do SMLL, ao entregar 4% – contra -7,4%. O chocolate fica ainda mais especial quando olhamos seu desempenho desde o início (setembro de 2021), estreando no campo positivo. São 3,5% de valorização, contra queda de nada menos que 23,7% do SMLL (nada mais, nada menos que 27,2 pontos percentuais de vantagem, em 2 anos de fundo), uma vez mais destroçando a crença que empresas menores sofrem mais nas crises, que já tratamos várias vezes de desmistificar. O risco não reside no tamanho ou no valor de mercado das empresas, mas nas escolhas erradas pelos gestores ou investidores.

As contribuições positivas vieram de agronegócio (3,7%) e consumo (3,5%), com destaques para Kepler e Pettenati – que chegaram a subir 16% e 17% no mês, respectivamente. Para baixo, apontou o setor de logística (-1,4%), representado por JSL.

Hoje o Horizon é composto por nove empresas, algumas delas com múltiplos muito baixos (Banco da Amazônia, por exemplo, negociada por um múltiplo P/L abaixo de 3,5x, ajustado sem não recorrentes abaixo de 2,5x e com forte crescimento, muito maior que os “bancões” queridinhos do mercado. O senso comum (mais um mito) acredita que *micro caps* são altamente voláteis e sem liquidez; contrariando essa crença/crendice, o Horizon é nosso fundo com menor volatilidade da carteira. São apenas nove ativos em sua composição e, nos últimos 12 meses, a volatilidade ficou em 17,7% – contra 25,5% do SMLL, 18,8% do IDIV e 20,7% do IBOV. Peçam aos acadêmicos explicarem. Já antecipo. Segundo eles, toda regra tem exceção. Talvez já seja tempo de revisarem seus conceitos. Nunca é tarde para rever preconceitos arraigados no mercado.

Fundo	ago-23	2023	12M	INÍCIO
HORIZON	4,0%	22,4%	18,6%	3,5%
SMLL	-7,4%	8,1%	-1,9%	-23,7%

Pois bem, para os leitores que percorreram toda a **Resenha** – e esta parte final, em particular –, agosto não significou em absoluto um desgosto para nossos investidores. Só temos a agradecer. E continuamos pragmáticos, inabaláveis na forma de conduzir nossos investimentos, seguindo inclusive os fundamentos, brilhantemente explicados pelo professor Oscar Malvessi. Pensamos da mesma forma. O mercado, infelizmente, ainda se baseia em critérios (bastante) defasados, como o múltiplo EV/EBITDA e o próprio EBITDA – que alguns se atrevem a chamar de geração operacional de caixa, e até confundem com lucro operacional. Mas, como se diz no popular, cada qual com seu cada qual. Só não vale depois se queixar de desgostos – em agosto ou em qualquer outro mês.

Muito obrigado a todos – e nos vemos na próxima **Resenha**, nas *lives*, nos *podcasts* – enfim, em todos os nossos canais de comunicação: transparência e respeito ao investidor fazem parte da Trígono desde seu primeiro dia. Não esqueçam de se inscrever em www.trigonocapital.com para receberem todos os nossos conteúdos, assim que disponíveis.

Werner Roger – gestor, e equipe de analistas Pedro Carvalho, Shin Lai e Yuhzô Breyer



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110