

Comentários do Gestor

Dezembro de 2019

Luiz Fernando Araújo, CFA®
Diretor de Investimentos

Alexandre Brito, CGA
Analista de Investimentos



Finacap Mauritsstad FIA

Prezado investidor,

O fundo Finacap Mauritsstad FIA apresentou resultado de 12,60% em dezembro/2019 contra 6,85% do Ibovespa. No fechamento do ano de 2019, o fundo entregou um resultado de 37,78% e o Ibovespa 31,58%.

As principais contribuições setoriais do mês foram Energia Elétrica, Computadores & Equipamentos, Varejo & Consumo, Siderurgia & Metalurgia e Construção Civil. Nenhum setor apresentou contribuição negativa no consolidado do mês.

Individualmente, as ações que apresentaram as maiores contribuições no mês foram MRV Engenharia (MRVE3 +25,02%), Positivo Tecnologia (POSI3 +37,70%), Saraiva Livrarias (SLED4 +57,35%), AES Tietê (TIET11 +28,08%) e Metalúrgica Gerdau (GOAU4 +18,97%). A única contribuição individual negativa veio de Oi S/A (OIBR3 -6,52%).

Do lado econômico, observamos um crescimento nos principais indicadores de confiança dos agentes econômicos o que corrobora com nossa visão de uma economia que ganhou fôlego no último trimestre do ano e que deve reverberar ao longo do ciclo de 2020, especialmente por parte do estímulo monetário ainda não ter sido convertido completamente na ponta da economia real. Tal crescimento econômico advém especialmente do consumo das famílias e do investimento privado. Boa parte dos economistas projetam um crescimento do PIB brasileiro em 2020 na

3 Finacap Mauritsstad FIA

faixa de 2,0 a 2,5%. Ademais, o acordo comercial entre EUA e China trouxe alívio aos mercados emergentes e em especial às ações brasileiras. Washington reverteu tarifas já aplicadas e cancelou a entrada de nova rodada de tarifas contra Pequim. Os chineses comprometeram-se em elevar compra de produtos agrícolas americanos.

Para o setor de Energia Elétrica, nossa principal posição concentra-se em a AES Tietê (TIET11). Em dezembro, a companhia divulgou investimento em novo complexo eólico que segue a linha de expansão da sua capacidade em geração de energias renováveis. O projeto, apelidado de “Tucano”, terá capacidade de 586 MW (megawatts) destinado ao mercado livre de energia. Ao nosso ver tal fato foi visto como positivo por todo mercado, especialmente na diversificação do balanço energético da companhia – haja visto que ainda há uma concentração relevante em geração hidrelétrica, na ordem de 84%.

Na nossa visão o setor de Energia apresenta tanto características defensivas (porto seguro em momentos adversos do mercado ou da economia e política agressiva de dividendos), quanto de oportunidade de valorização, em algumas vertentes do setor, que se beneficiam com o crescimento econômico – e com o consequente incremento na demanda energética.

No setor de Consumo, os principais destaques ficaram com Saraiva Livrarias (SLED4) – para o setor de Varejo & Consumo – e a Positivo Tecnologia (POSI3) – representante do setor Computadores & Equipamentos.

Em relação à Saraiva, após a AGE foram definidas mudanças no conselho de administração e principalmente a substituição do CEO, que é representante da família controladora e tem apresentado desempenho ruim na gestão da empresa nos últimos anos.

4 Finacap Mauritsstad FIA

O mercado aparentemente reconheceu essa melhora na perspectiva de recuperação da companhia. Uma consultoria de headhunter já foi contratada para prospectar os melhores nomes para serem submetidos ao conselho e assumir o mandato de retomada da rede de livrarias. Recentemente a empresa efetuou subscrição de aumento de capital, no qual o fundo exerceu seu direito de preferência como acionista da companhia. Tal operação já apresenta ganhos significativos para os investidores do fundo.

A Positivo Tecnologia foi um dos investimentos que mais se valorizaram na bolsa e no fundo Finacap Mauritsstad FIA. A empresa saiu de um valor de mercado no início do ano de R\$ 193,6 milhões (R\$ 2,24 por ação) para R\$ 880,6 milhões (R\$ 10,19 por ação). Uma valorização de 355%. Em seu resultado findo nos três últimos trimestres de 2019, em comparação com o mesmo período de 2018, a empresa mais do que quintuplicou seu lucro líquido. A companhia possui posição de liderança no país na produção de produtos eletrônicos para baixa renda. Além do potencial de recuperação do consumo no Brasil, a empresa investe em áreas de inovação para a expansão dos seus negócios, tais como: HaaS (Hardware as a Service), Storage e Internet das Coisas (IoT). Além de tudo, tem representação significativa em contratos públicos de fornecimento de equipamentos tecnológicos – para os quais a perspectiva também é de crescimento.

Em destaque especial, gostaríamos de comentar a respeito da tese de retomada do setor de Construção Civil. Aumentamos posição no setor em momentos que o mercado estava completamente pessimista fazendo jus a célebre frase de Charlie Munger “a grande tacada não se consegue comprando e vendendo, mas esperando” (tradução livre).

Dentro desta tese, o fundo possui posição dentro dos principais

elos da cadeia do setor, em especial: Siderurgia & Metalurgia, com Metalúrgica Gerdau (GOAU); Mercado Imobiliário, através de MRV Engenharia (MRVE3); e Materiais, por meio de Duratex (DTEX3) – que é uma posição mais voltada para o fim do ciclo do segmento.

O setor de construção civil apresentou PIB no 2º e 3º trimestre de 2018 acima do resultado nacional. Porém, o PIB do setor está 30% abaixo do pico alcançado no 2º trimestre de 2014, o que mostra que ainda há espaço para crescimento. Ademais os dados de aumento no nível de crédito imobiliário, lançamento e venda de imóveis trazem uma perspectiva positiva. Evidentemente, este é um setor que possui característica de ciclo longo, mas estrutural. A queda relevante da taxa de juros no Brasil é o grande impulsionador para o segmento.

O governo já vem trabalhando em melhorias no programa habitacional. Além disso, projeções da Abrainc (Associação Brasileira das Incorporadoras Imobiliárias) aos governantes mostra um potencial do setor de incorporação produzir 1 milhão de moradias ainda em 2020, com geração de 3,2 milhões de empregos. O setor de construção civil respondeu por 10,5% dos empregos formais criados no período de 12 meses até novembro/2019, enquanto, no mesmo período para novembro/2018, representou apenas 1% da geração de empregos.

O principal destaque do mês nesta tese ficou com a MRV Engenharia. A MRV, que é a maior incorporadora do país, possui um estoque de terrenos que corresponde a um VGV (Valor Geral de Vendas) de R\$ 50,1 bilhões e 312.838 unidades. A companhia tem estratégia formatada para que sua atuação em imóveis enquadrados no programa Minha Casa Minha Vida, caia dos atuais 80% do VGV para 43% no médio prazo e que a fatia de imóveis passíveis de financiamento privado cresça. Tal movimento, permite à

companhia, segundo palavras do próprio presidente, atuar similarmente a um carro “flex”, em que se utiliza o “combustível” mais viável do momento.

Para nossos investidores que acompanham nossos Comentários com mais afinco, perceberão que, frisamos nossa atenção à transação anunciada pela MRV, em setembro, de aquisição de 51% da AHS Residential – incorporadora americana fundada pela família Menin que também é a fundadora da construtora MRV. Os principais acionistas da empresa consideraram que a transação tinha um potencial conflito de interesse entre as partes. Porém, ficava evidente em nossos debates internos que, historicamente, em toda nossa experiência de investimento na companhia, a família Menin prezava pelo relacionamento com os sócios e por boas práticas de governança. A abertura do próprio acionista controlador em definir a nova estrutura da transação baseada nas opiniões dos minoritários, corroborou com nossa visão a respeito da gestão da companhia.

No novo desenho de operação da MRV com a AHS Residential, a família Menin deixará de ter participação direta na incorporadora americana, a qual passará a ser controlada – praticamente em sua totalidade – pela MRV. Entendemos a transação com a AHS como parte da estratégia de diversificação da companhia, a qual passará a atuar através do programa habitacional, unidades financiadas com recursos da poupança, plataforma de locação Luggo e AHS. A AHS é uma empresa com modelo verticalizado, em que atua na aquisição do terreno, desenvolvimento do empreendimento e locação das unidades. Após locação, vende 90% para investidores e 10% mantém em patrimônio próprio para gestão das propriedades.

Outro fato relevante no mês para a MRV foi a conclusão do primeiro ciclo de empreendimentos residenciais para locação via

sua plataforma Luggo. O modelo de negócio é baseado na MRV atuando nas etapas de aquisição do terreno, desenvolvimento imobiliário e manutenção do empreendimento e a Luggo através da locação e gestão das propriedades. A empresa vem para preencher um espaço vazio no mercado para o público com renda entre R\$ 4 mil a R\$ 6 mil, aluguel em torno de R\$ 1.200 a R\$ 2.000 e unidades entre 40 m² a 50 m². As facilidades para o cliente são diversas, tais como não ter necessidade de fiador, efetuar pagamento via cartão de crédito, pacotes de conveniência em moradia, análise de crédito imediata e processo completamente online – inclusive com assinatura digital do contrato e tour virtual do empreendimento. Estima-se que todo o processo pode ser completamente concluído em menos de 4 horas.

Por fim, observamos que os dois últimos meses foram cruciais para atingir o resultado de fechamento no ano de 2019 de 37,78%, superando o mercado com mais de 6% de prêmio. Entretanto, acima desse resultado significativo, outra satisfação que os investidores do Finacap Mauritsstad FIA perceberam foi o atingimento da cota do fundo no valor de 10,53. Isto significa que os investidores que aplicaram R\$ 100.000 no início do fundo¹ em dezembro/2003, após 16 anos, são proprietários de um patrimônio de R\$ 1.053.000. Caso tivessem investido no Ibovespa no mesmo período, teriam R\$ 545.500.

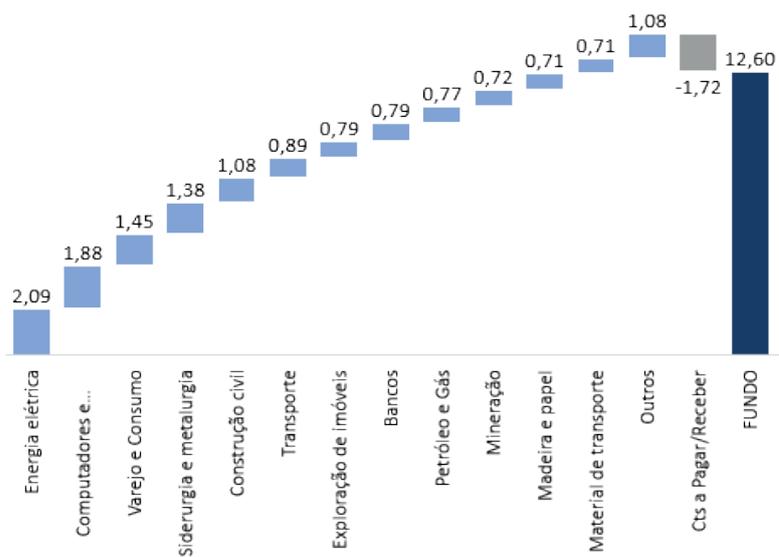
¹Data de início refere-se a Pajeú Clube de Investimento, a partir de 08/01/2008 tornou-se Finacap Mauritsstad FIA.

Este resultado nos lembra de uma famosa frase de Warren Buffett que costumamos citar em nossas apresentações e conversas a respeito de nossa filosofia: “Se alguém está sentado na sombra hoje, é porque alguém plantou uma árvore há muito tempo”.

Alocação por Setor



Contribuição de Desempenho (%)





Finacap FIM

O fundo Finacap FIM Multiestratégia Crédito Privado entregou uma valorização em dezembro/2019 de 1,85% contra 0,37% do CDI, representando um desempenho de 494,80% do CDI. No fechamento do ano de 2019, o fundo apresentou um retorno de 12,21% contra 5,96% do CDI (204,80% do CDI). Os principais destaques de contribuição positiva se encontraram nas estratégias de Ações (+1,37%), IPCA (+0,56%) e Pós-fixados (+0,28%).

A maior contribuição individual fica à cargo das ações representadas pela carteira do fundo Finacap Mauritsstad FIA, que apresentou valorização no mês de +12,60% - mais detalhes a respeito dessa estratégia, vide acima Comentários do Gestor a respeito deste fundo de ações. Os títulos das NTN-Bs com vencimentos em 2045 e 2050 apresentaram retornos de +3,08% e +3,55%, respectivamente.

Em relação às posições de Crédito Privado, as principais valorizações vieram dos títulos emitidos por MRV Engenharia (MRVEC1 +1,77%), Taesa (TAEE33 +1,28%) e Coelba (CEEBB2 +1,12%). No consolidado, a carteira de Crédito Privado apresentou contribuição positiva de +0,25%.

Nossa estratégia na carteira de crédito é direcionada em debêntures de empresas de primeira linha, com bom grau de rating, baixo nível de endividamento, margens de lucro robustas, alto nível de caixa e posicionadas em setores resilientes, tais como Utilidades Públicas (Energia, Saneamento e Infraestrutura), Construção Civil, Petróleo e Gás, Varejo e Saúde. Utilizamos limite conservador de concentração por emissor o que se

mostrou acertada haja visto que nos força a manter posições diversificadas, diluindo, assim, o risco de crédito nas alocações do fundo.

Para o leitor mais assíduo de nossos Comentários, notará que desde outubro comentamos que o mercado de crédito privado vem apresentando sinais de abertura das taxas – cenário em que os títulos de dívida diminuem seus Preços Unitários e aumentam as taxas de remuneração na marcação a mercado. Dezembro ficou marcado como o mês em que, provavelmente, a normalização deste mercado esteja ficando cada vez mais próxima.

O primeiro semestre de 2019 foi marcado por alto volume de emissões de dívida e demanda elevada para tais papéis – o que levou a apreciação de seus preços e, conseqüentemente, achatamento das taxas de retorno para os investidores. À medida que o volume de saques e venda desses títulos aumentaram, o mercado passou por um momento de stress e, para aqueles que puderam comprar neste momento, conseguiram adquirir bons papéis a taxas de retorno atrativas.

Conforme comentado em nossa última carta, seguindo à risca nossa filosofia, aumentamos a exposição do fundo a tais ativos o que, neste mês, já geraram resultados positivos para os investidores. Mantemos nossa disciplina de estar atento às oportunidades que o mercado oferece para os investidores com visão de longo prazo.

O Copom efetuou o último corte na taxa Selic em 2019, encerrando o ano no nível mínimo histórico em 4,5% ao ano. A decisão foi definida por unanimidade entre os membros. O comunicado foi de que “O Comitê enfatiza que seus próximos passos continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação”. Sendo

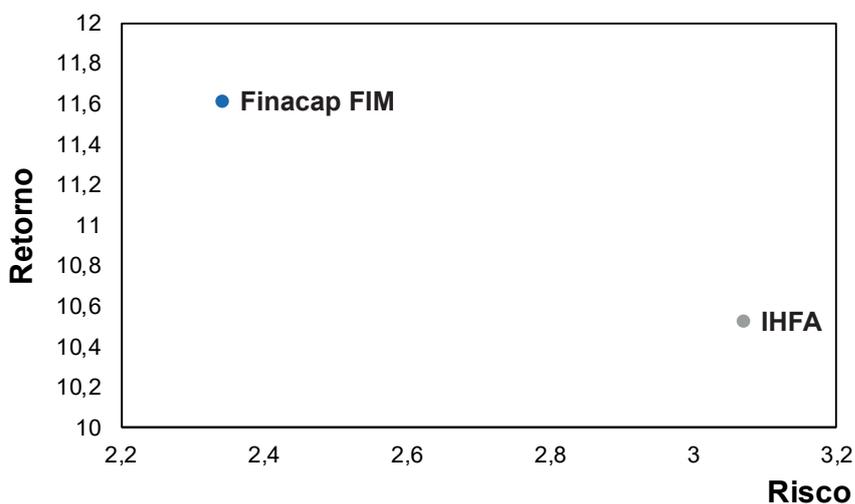
assim, enxergamos que o BC terá mais cautela na condução da política monetária e não ficou claro até quando pretende manter o ciclo de estímulo monetário. O que ficou evidente é que as próximas decisões serão mais baseadas no caminhar do nível econômico.

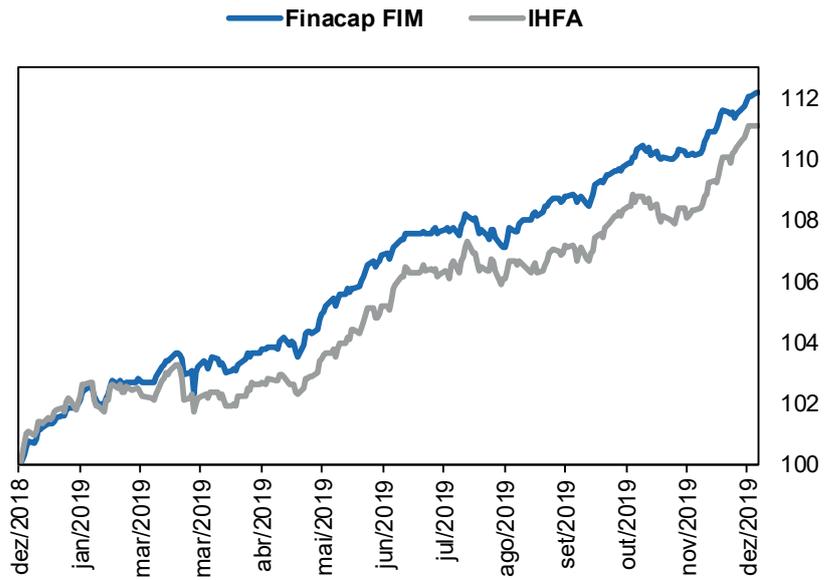
Uma das preocupações dos membros do Comitê, em relação a balança de riscos, diz respeito a “os membros do Copom julgam que as transformações do mercado de crédito e capitais tendem a aumentar a potência da política monetária”. Tal pronunciamento evidencia a possibilidade, considerada pelos membros, de que a reação econômica pode vir acima do esperado a qual pode trazer alguma pressão inflacionária.

Em relação ao relatório de inflação, uma leitura isolada chegaria à conclusão de que ainda haveria espaço para os juros caírem à faixa de 4,0% nas próximas reuniões do colegiado. Entretanto, os membros ponderam a respeito da velocidade em que a ociosidade econômica seria preenchida o que traria um contrapeso a tal decisão.

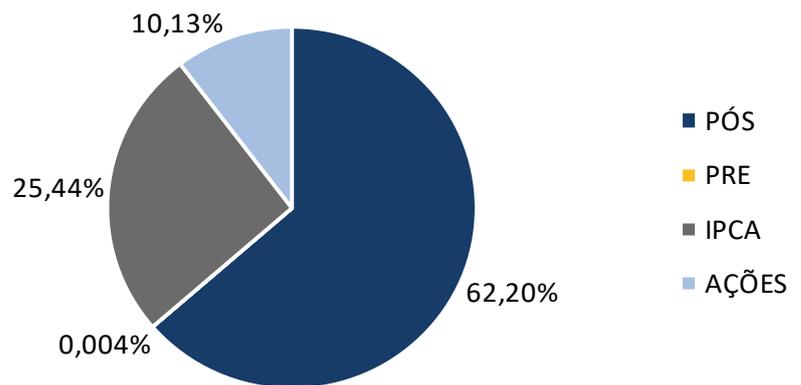
²IHFA é índice representativo da indústria de hedge funds no Brasil, que considera os fundos multimercados em sua composição

Por fim, apresentamos o abaixo do comparativo do fundo com o IHFA². Através do gráfico fica evidente o bom desempenho que o fundo Finacap FIM Multiestratégia vem conseguindo entregar acima do mercado e com risco consideravelmente menor.





Concentração por Estratégia



Contribuição de Desempenho (%)

