



Carta Trimestral MOS FIA – 3T17

Otimistas, porém alertas

Enquanto o segundo trimestre de 2017 ficou marcado negativamente pela divulgação dos "áudios do Joesley", neste terceiro trimestre assistimos a volta do otimismo com o Brasil. A crise política, que, a rigor, continua não dando trégua, passou para segundo plano e a recuperação cíclica da economia começou a ganhar destaque. Indicadores de atividade mostrando uma recuperação mais disseminada da economia, combinados com baixíssimo nível de inflação e taxa de juros rumo a níveis inéditos (para os nossos padrões) foram mais fortes que os sinais controversos emitidos por Brasília. As bolsas mundo afora também continuam desempenhando muito bem, resultando assim em um fluxo crescente para investimentos em ações e fazendo com que a bolsa brasileira tivesse um dos melhores trimestres em muitos anos. O índice Ibovespa subiu 18,1% no período e 23,4% no acumulado do ano.

É inegável que a atividade econômica começou a "engrenar", mas o ciclo de recuperação desta crise é diferente dos demais. Esta crise foi mais longa, mais profunda e com mais desemprego que as anteriores. Os dados de atividade de agosto e setembro ainda oscilam entre a expansão e a recessão, mas tudo indica que o pior já passou e que estamos sim a caminho de uma recuperação (embora lenta).

O que poderia acelerar essa recuperação? O que transformaria essa recuperação cíclica em duradoura/estrutural? A única maneira que enxergamos é por meio de investimentos maciços de longa maturação (educação, infraestrutura, tecnologia, máquinas, etc). Para que isso aconteça, as incertezas precisam se dissipar o mais rápido possível. Duas das principais - crise política e sustentabilidade das finanças públicas - precisam ter um desfecho. Tudo indica que estes assuntos serão levados para as eleições de 2018. Enquanto isso não se resolver, os horizontes não se dilatarão. Sem reformas, o voo será mais uma vez de "galinha". Portanto, de qualquer ângulo que se olhe, continuamos operando em um cenário de curtíssimo prazo para o país. Arriscar qualquer visão de longo prazo seria imprudente.

Como temos agido nesse ambiente? A pergunta mais importante que temos tentado responder é: quais premissas estão embutidas nos preços atuais dos ativos de risco? Não é trivial responder a essa questão, mas nos parece que os preços, de maneira geral, começam a refletir um crescimento bem mais robusto da economia de 2018 em diante. Além disso, nos parece também que os preços indicam que a probabilidade de um candidato com agenda populista vencer as eleições do ano que vem é praticamente nula, o que indiretamente implica que todas as demais alternativas de candidatos são positivas para o mercado/economia. Achamos muito cedo para "cravar" essas duas premissas (crescimento e eleições) com veemência.

Reconhecemos, por outro lado, que saídas de crise costumam surpreender positivamente. Mesmo com dificuldades no Congresso, atualmente em "survival mode", o Governo tem tido algum sucesso na implantação de sua agenda econômica. Além disso, as empresas foram forçadas a reduzir fortemente seus custos e despesas nos últimos 3 anos para se adaptar à nova realidade de demanda. Houve ainda um afrouxamento monetário (queda da Selic) importante nos últimos meses. Tudo isso ajudará os lucros das empresas saudáveis e bem posicionadas, mas, para que as ações dessas empresas continuem se valorizando, seus resultados terão que crescer ainda mais do que já está embutido nos valuations atuais.



Quanto à gestão do portfólio, continuamos seguindo rigidamente nosso processo de investimento na construção das posições, dando bastante ênfase ao downside risk, tentando avaliar com clareza quais riscos estamos correndo, se estamos sendo remunerados por isso e se há margem de segurança sem relaxar critérios de investimento para "capturar" oportunidades do momento. Continuamos acreditando que não sofrer grandes perdas é tão (ou mais) importante quanto ter grandes acertos e que sermos sócios de empresas líderes, bem geridas e com saúde financeira é o melhor que podemos fazer com o seu dinheiro.

MOS FIA*

***Anteriormente Teorema FIA**

No terceiro trimestre de 2017, o MOS FIA teve um desempenho positivo de 19,7% contra 18,1% do Ibovespa. No ano, o fundo sobe 37,2%, contra 23,4% de alta do Ibovespa. Embora o desempenho de alguns meses não seja determinante para avaliar nossa capacidade de gestão, consideramos este um resultado satisfatório – e, de certa forma, surpreendente -, uma vez que construímos uma carteira de investimentos menos voltada para a ciclicidade e mais focada em retornos estruturais de longo prazo. Além disso, carregamos uma posição média de caixa em torno de 23% ao longo do ano. Não esperamos que esse resultado se repita nos próximos trimestres, mas gostaríamos de ressaltar que conseguimos obter esses retornos sem abrir mão dos nossos critérios qualitativos e quantitativos de investimentos.

Os principais destaques positivos no trimestre foram: Guararapes (+58,9%), Time for Fun (+41,1%), Valid (+37,5%), Fras-Le (35,7%), Iochpe-Maxion (29,1%) e B3 (21,5%). Nenhum investimento teve desempenho negativo no trimestre.

Aproveitamos essa forte alta e fizemos algumas movimentações na carteira. A principal delas foi a venda integral da posição de BRF com uma pequena perda (menor que 5%). Decidimos por não mais continuar no caso devido às dificuldades em ganhar convicção sobre o posicionamento estratégico da companhia. Além disso, houve uma rápida deterioração no endividamento, que passou de 2,0x (2T16) para quase 5,0x (2T17) o EBITDA¹ dos últimos doze meses. Julgamos esse nível excessivo para uma empresa cíclica, em um ambiente macroeconômico (Brasil) ainda frágil. Neste trimestre a companhia também anunciou que o CEO será substituído novamente. Como julgamos que os níveis atuais de valuation já embutem uma melhora significativa nas finanças da companhia, optamos por não esperar o que o próximo CEO fará na empresa. Simplesmente a margem de segurança do caso se exauriu. BRF subiu 16,5% no trimestre e caiu 5,3% no ano.

Outra movimentação relevante do trimestre foi o aumento em Energisa, que se tornou a terceira maior empresa do portfólio, atrás somente de Itaú e B3. Estamos muito entusiasmados com os próximos anos da empresa. A companhia vem entregando melhorias contínuas, conforme a tese de investimento inicial. Como já dissemos anteriormente, esse caso combina crescimento, turn-around, desalavancagem financeira e ainda grandes oportunidades de emprego adicional de capital, em um setor importante para a economia e que tem perspectiva positiva daqui para frente. Uma camada adicional de proteção do caso é que a companhia é controlada/administrada por uma família competente, com extenso histórico de bons negócios no setor elétrico. ENGI11 subiu 8,5% no terceiro trimestre e no ano sobe 41,2%.

¹ EBITDA = Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization = Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Trata-se de uma métrica aproximada para geração operacional bruta de caixa de uma companhia em um determinado período.



Guararapes foi mais uma vez o destaque do trimestre, tendo subido impressionantes 58,9% em apenas 3 meses. No segundo trimestre de 2017, GUAR3 já havia subido outros 26,8%. No ano, a alta chega a 149,7%. Aproveitamos essa nova alta para reduzir mais um pouco a posição. Ainda gostamos muito do caso, que combina crescimento, maturação de um processo de turn-around (modelo "fast-fashion/push-and-pull" enfim implementado), e oportunidades de emprego de capital a taxas de retorno atrativas, e por isso mantemos uma posição destacada na carteira, embora menor que no passado, dado que os retornos esperados agora são menores.

lochpe-Maxion (MYPK3) foi outro investimento da carteira que desempenhou muito bem recentemente, principalmente na esteira da recuperação da indústria automobilística local. Alta de 29,1% no terceiro trimestre e de 88,4% no ano. Fizemos diminuições táticas na posição, mas continuamos gostando das perspectivas para o caso, que reúne desalavancagem financeira, diversificação geográfica e oportunidades de crescimento em novos mercados.

Ainda no terceiro trimestre, finalizamos a montagem da nova posição no setor de logística, conforme antecipado na carta anterior. Trata-se da Rumo, maior operadora de ferrovias do Brasil, com 12 mil quilômetros de trilhos, 1.000 locomotivas, 25 mil vagões, centros de distribuição e instalações de armazenagem. É um negócio com altíssimas barreiras de entrada, uma base de ativos praticamente irreplicável e que concorre com caminhões que não são eficientes no transporte de grãos em larga escala e longas distâncias. O principal corredor da companhia atende primordialmente o agronegócio brasileiro, transportando soja, milho e outros grãos do centro-oeste do país até o Porto de Santos. Nas mãos da Cosan, esse ativo tem tudo para se desenvolver adequadamente. Estamos animados com o caso. Esperamos retornos bem interessantes para um horizonte de investimento de pelo menos 3 anos. Rumo subiu 39,8% no trimestre e no ano sobe 96,9%.

Em resumo, embora o ambiente macroeconômico ainda continue com elevado nível de incerteza, a carteira é composta majoritariamente por casos de investimento com consistência microeconômica (bottom-up), viés de longo prazo e teses empresariais interessantes. Como a história está aí para nos lembrar, desligar por completo a questão macroeconômica da análise, especialmente nas teses de investimento brasileiras, não é prudente; mas, por outro lado, se deixar levar totalmente por isso pode nos deixar cegos para esses interessantes movimentos que algumas boas companhias podem proporcionar.

Mais uma vez agradecemos a confiança depositada e nos colocamos inteiramente a disposição para discutir qualquer assunto dessa carta ou outro de seu interesse.

Obrigado pela confiança,

MOS Capital

+55 11 3085-1522

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.com.br



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.