

# CARTA

## AOS

**COTISTAS**  
asset management

**joule**  
asset management

10/Mar/2021

## Prezados Cotistas,

desde Outubro/20 temos atravessado um período conturbado no retorno do nosso fundo **Joule Value FIA**. Para centenas de quotistas mais novos, o retorno do Fundo pode ter decepcionado, especialmente quando comparado a prazos mais longos. Temos grande orgulho do nosso histórico do retorno que sempre nos destaca entre os melhores fundos em diversas janelas de tempo.

Nesta carta explicamos o que temos em carteira, isto é, no que os cotistas estão comprados, as perspectivas dos negócios nos quais temos recorrentemente investido e as circunstâncias que têm postergado a captura de retorno em termos absolutos ou em relação ao índice Ibovespa. Comentamos também nossas perspectivas à frente.

Em síntese, o que torna nossa estratégia vencedora é explorar oportunidades mal precificadas pelo mercado em geral. Em momentos turbulentos, essas oportunidades aumentam, recompensando os cotistas que conseguem investir em horizontes mais longos (assim como nós investimos). Julgamos que vivemos exatamente nesta situação.

No curto prazo estamos em um momento bem diferente dos países desenvolvidos, que já se recuperam verticalmente da recessão causada pela pandemia. Por lá, os mercados já refletem a recuperação dos lucros das empresas em um ambiente muito estimulativo. Mesmo com a lenta evolução da nossa vacinação chegaremos lá em alguns meses.

O crescimento do nosso PIB não será tão vigoroso como nos países ricos, a Selic subirá durante esse processo, mas nossas empresas voltarão às suas atividades normais em algum momento. Esperamos uma reprecificação do valor da nossa cota quando o mercado passar a olhar um pouco além das próximas e tumultuadas semanas. Não classificamos a oportunidade que temos como alocações "*contrarian*". **Temos posições em excelentes negócios, capazes de crescer em dinâmicas próprias a taxas bem maiores que o nosso PIB.** Em tempo, seus valores de mercado deverão capturar sua realidade econômica. Com algum *lag* de tempo o mercado sempre acaba corrigindo suas contas.

Olhando para a história de como se comporta a nossa cota, fica evidente a eficiência da nossa estratégia. Em janelas múltiplas janelas longas nosso Fundo sempre fica entre os melhores com baixíssimo desvio padrão. Conforme explicamos abaixo. Para nossos cotistas o recado é simples: temos muito valor para capturar.

Comparamos o desempenho do Joule Value FIA em diversas janelas de tempo em relação outros 319 FIAs. Calculamos o ranking do nosso Fundo em períodos curtos de 3 meses a até janelas longas de 60 meses.

O ranking 3,3% significa que o retorno do nosso Fundo superou 96,7% dos fundos da amostra. A média das janelas curtas não nos favorece. Em janelas de 3 meses, por exemplo, nossa média foi o ranking 37%, isto é, ficamos à frente de 63% do total dos fundos. Essa posição no curto prazo pode variar bastante. A coluna ao lado "desvpad" significa desvio padrão. De maneira bastante simples, entenda que podemos "passear" com alguma frequência entre os melhores fundos e em outras vezes podemos ficar atrás de 71,8% (37% + 34%) dos fundos.

Joule Value FIA - posicionamento ranking FIAs - a partir de 31/12/2015																						
Janela	jun16	set16	dez16	mar17	jun17	set17	dez17	mar18	jun18	set18	dez18	mar19	jun19	set19	dez19	mar20	jun20	set20	dez20	fev21	média	desvpad
3 meses	19,7%	57,6%	31,4%	10,8%	12,8%	5,0%	5,0%	38,5%	84,7%	23,4%	4,5%	83,2%	71,1%	2,6%	4,2%	91,1%	3,0%	40,5%	64,0%	95,5%	37,4%	33,6%
6 meses	7,7%	30,2%	44,9%	12,5%	6,4%	3,7%	2,2%	8,9%	75,7%	66,6%	2,3%	9,6%	80,9%	9,3%	1,3%	59,3%	41,2%	4,9%	59,1%	93,5%	31,0%	31,1%
12 meses			14,2%	17,7%	13,1%	3,9%	2,3%	1,9%	13,3%	27,5%	7,6%	13,1%	7,5%	6,1%	8,0%	41,4%	6,5%	14,9%	42,3%	85,4%	18,2%	20,5%
24 meses							3,7%	4,9%	10,4%	5,1%	2,3%	1,9%	5,4%	2,5%	2,8%	22,3%	3,3%	4,9%	14,7%	18,6%	7,3%	6,6%
36 meses											3,7%	4,9%	5,2%	1,6%	1,2%	6,3%	2,2%	4,7%	7,0%	12,5%	4,9%	3,3%
48 meses													6,7%	2,9%	2,5%	4,9%	2,1%	2,0%	2,3%	5,7%	3,6%	1,8%
60 meses																	3,0%	1,7%	3,7%	4,6%	3,3%	1,2%

Total de fundos: 319

Fonte: Economática

Filtro de fundos: fundo de ações excluindo setoriais e no exterior, não exclusivos, mais de 5 cotistas, mais de R\$ 5 mi de p.l., exceto fundos FGTS, Indexados, mono ação, Exclusivos, participações e ETF.

Percebam como em janelas de tempo mais longas, nosso ranking sobe significativamente e o desvio padrão é cada vez menor. Essa **consistência de retorno é resultado da qualidade da nossa estratégia**. Ao longo do tempo as assimetrias ou ineficiências de mercado se reduzem, corrigindo os preços das ações trazendo retornos consistentes para o nosso Fundo.

Aos que não gostam de tabela e preferem uma analogia mais lúdica, vejam o alvo abaixo.



Um investidor que tivesse escolhido nosso Fundo entre todos os outros em janelas de 12 meses já teria grande chance de ficar entre o 9 e 10. Se o investidor permanecesse no Joule Value FIA em janelas de 24 meses ou mais, teria acertado no número 10!

**Resultados passados não são garantia de resultados futuros, mas visivelmente o que fazemos não é aleatório.**

**Confiamos bastante na nossa carteira, nas perspectivas dos seus negócios e temos certeza de que nossa estratégia trará frutos.**

A seguir detalhamos os assuntos desta breve introdução.

Boa leitura!

**"Past performance  
may be indicative of  
future probabilities"**

Charlie Bilelo

São Paulo, 10/Mar/2021

**José Luiz Junqueira**

*Gestor de Renda Variável e CIO da Joule Asset Management*

## Um pouco sobre nossa Filosofia de Investimentos

Uma forma de explicar o que fazemos é através de uma função identidade que relaciona duas dimensões diferentes do valor de uma empresa:

### *Valor Econômico* $\equiv$ *Valor de Mercado*

Essa simples relação é útil para explicar e segregar diferentes estratégias de investimento. Além de entender como investidores diversos tomam suas decisões.

Gostamos de apresentar o valor de uma empresa simultaneamente em duas óticas diferentes, uma dualidade da forma e da essência da mesma coisa, somente relacionadas pela metafísica. Uma analogia interessante relaciona a função acima com a forma com que os gnósticos enxergavam o mundo. Do lado esquerdo, o mundo criado por Deus, perfeito com formas puras e somente acessível no campo das ideias e do lado direito o mundo real, cópia imperfeita e grotesca reproduzida pelo Demiurgo.

Todo investidor fundamentalista acredita que suas pesquisas e reflexões os transportam para o lado esquerdo. Toda empresa tem um valor econômico, embora não exista consenso sobre quanto ele vale.

O símbolo “ $\equiv$ ” significa identidade, uma relação existente que não necessariamente precisamos ser capazes de definir. Nessa "identidade" é exatamente onde vivem as ineficiências de mercado, onde imperam as assimetrias de informação, avaliação, distorções causadas pela liquidez e ponderações erráticas de risco e retorno. Todo investidor que busca uma gestão ativa deve acreditar na possibilidade de arbitragem entre valor econômico (o que se compra) e valor de mercado (o que se paga).

Da mesma forma, os quotistas de nosso Fundo (fundamentalista e de gestão ativa) devem acreditar na nossa capacidade de explorar assimetrias (a que nos dedicamos há mais de 15 anos). Conseqüentemente, ao aceitar nossa capacidade de identificar assimetrias, **as oportunidades para os cotistas aumentam quando nosso Fundo performa mal no curto prazo. Esse é exatamente o recado que queremos passar nesta carta.**

Voltando à função identidade, os dois lados mudam ao longo do tempo, enquanto o Valor Econômico decorre das variáveis primitivas, fundamentos micro e macro

econômicos, dependentes de todas as relações de causa e efeito entre o que efetivamente condiciona o valor, o lado direito é simplesmente estabelecido pela média ou consenso dos investidores, isto é, o próprio valor de mercado da empresa em um dado momento.

Estratégias de *market timing*, se dedicam ao lado direito, se apoiando em variáveis de curto prazo e situações "prontas". Não há qualquer possibilidade de se arbitrar "*timing*" de mercado em janelas mais longas. Por curiosidade, classificamos os macro *traders* que arbitram ambientes econômicos mais curtos, eventos de meses ou trimestres como *market timers* e os que se baseiam em análises mais estruturais como fundamentalistas (lado esquerdo). Não há certo ou errado, mas as características dos investidores dos 2 lados da função identidade são bastante diferentes.

Nosso processo de investimento se dedica integralmente ao lado esquerdo da função. Envolve mensurar e avaliar o valor econômico das empresas, mergulhar a fundo nos seus fundamentos, compreender como seus negócios funcionam, identificar o que chamamos de variáveis primitivas (aquelas que realmente impactam no valor empresa), compreender o ciclo econômico dos seus negócios, separando de maneira objetiva as incertezas dos riscos, vale aqui referência a Frank Knight, professor da Universidade de Chicago que, magistralmente, separou e elucidou tais conceitos. Assuntos para uma carta dedicada à nossa estratégia.

Em uma abordagem "hiper microeconômica", nosso trabalho não se limita a selecionar empresas, mas a acompanhar suas "entregas" operacionais e a **avaliar** como suas decisões se impactam o **valor ao longo do tempo**. Enquanto seguimos de perto cada um de nossos investimentos e **ajustamos impactos de condições de curto prazo buscamos principalmente informações ou evidências que mudem a tese de médio ou longo prazo**.

O que temos muito disponível hoje é o que chamamos de arbitragem de horizonte de investimento. (mencionamos essa estratégia recorrente em maio/20 na carta aos cotistas). Damos o nome de "arbitragem de horizonte de investimento" às oportunidades nas quais avaliamos que a percepção corrente ou consenso dos investidores não reflete a situação econômico-financeira das empresas baseadas em cenários bem suportados por características perenes de seus negócios sob cenários econômicos possíveis a longo prazo.

Em períodos de grande stress como o que temos vivido desde Mar/20, a ineficiência do mercado se intensifica. Citamos o exemplo das singulares oportunidades que conseguimos aproveitar em 2020. Aumentando nossa posição em Unidas, Magazine Luiza e Vale no auge da crise (110%, 33% e 13% respectivamente). Os raciais desses movimentos estão disponíveis nas nossa [carta aos cotistas "COVID-19 Atualização"](#) e [lives disponíveis no Youtube](#).

Naquele momento, o mercado classificava a Unidas como uma das empresas mais impactadas pelo COVID. Como carregávamos uma posição importante da empresa antes do carnaval de 2020, a queda de 73% das suas ações puxou nossa cota para baixo.

O que se seguiu a essas realocações foram grandes correções do "lado direito" (valor de mercado dessas companhias), fazendo com que nossa cota subisse rapidamente nos colocando em destaque como um dos fundos que se recuperou mais rápido do momento pior da crise ([veja matéria no e-investor do Estadão](#)).

Terminado o ano, a Unidas e Magazine Luiza registraram o melhor ano de sua história. A Vale do Rio Doce se provou um investimento muito mais robusto que o resultado positivo que o câmbio foi capaz de entregar.

Aos que tiverem interesse comparar como a expectativa média dos investidores divergiu dos fundamentos econômicos, sugerimos acessar a apresentação pública de resultado do ano de 2020 da Unidas, disponível em seu website.

Raramente a correção do lado direito é tão rápida. Por esse mesmo motivo, nosso Fundo não se destaca em qualquer período que envolva a janela dos últimos 5 meses.

Os resultados de 2020 foram reinvestidos em compras de "alpha" futuro, que deverão trazer retorno para o nosso Fundo mais à frente. Aumentamos nossas posições em empresas que "ficaram para trás" e geramos caixa para montar posições importantes em empresas que tivemos o prazer de conhecer na onda de ofertas primárias que ocorreram nos últimos tempos.

## O que temos no Joule Value FIA?

Discutimos abaixo a composição da nossa carteira, que consideramos ser um portfólio de alta qualidade. Temos uma cesta de empresas com capacidade de

crescer e entregar retornos muito acima da média. De forma didática, dividimos nosso portfólio em "bolsos" onde classificamos junto empresas que tem alguma característica em comum com as demais de seu grupo. Escolhemos descrever com um pouco mais de detalhe a Guararapes (Riachuelo), uma das posições mais "amassadas" pelo mercado desde o início da pandemia. A ordem que apresentamos abaixo não tem relação com o tamanho da alocação.

**No primeiro bolso**, carregamos posições em uma cesta de empresas de **e-commerce** (MGLU e BTOW; pouca VVAR). O que suporta essas posições não é um novo empurrão da receita garantido pelo atraso da vacinação (algo praticamente ignorado pelo mercado), mas os largos passos que todo esse período propiciou a essas empresas. Os novos hábitos de consumo mudam e não regridem.

Destacamos os saltos na logística de distribuição, melhoria do nível de serviço, expansão de categorias, aumento da frequência de compra, melhorias de tecnologia reduzindo o atrito entre os clientes e o fechamento dos seus carrinhos e o crescimento da base de usuários dos seus aplicativos, que reduz o custo de aquisição de clientes e se transforma em um canal de CRM.

Hoje o e-commerce representa apenas cerca de 8% do varejo total. Não vemos o negócio da Magalu e BTOW como concorrentes do varejo tradicional, mas como motores da digitalização do setor em todo o país, com todas as oportunidades que isso traz.

São as possibilidades de explorar meios de pagamento, produtos e serviços financeiros, popular prateleiras infinitas em uma estratégia omnicanal. Esses avanços puxam investimentos que trazem retorno, como os vindos das economias de custo de transporte. A criação da logística de entrega hiper local, que faz com que as mercadorias andem menos, é a única viável para o crescimento no nosso país. Ao contrário do que acontece nos EUA, que tem uma malha viária que nunca teremos, as economias de escala dos transportes de grandes volumes em *long haul* não é viável por aqui.

Nesse processo essas empresas vão desenvolvendo seus diferenciais competitivos que garantirão a rentabilidade dos seus negócios a frente. O resto é conta.

**No segundo bolso**, temos posições em Guararapes e Centauro, claramente classificadas como "COVID losers" que souberam atravessar bem o ano de 2020, mas negociam hoje aos preços de maio/20.

**A Guararapes** atravessou os últimos 14 anos de PIB e evolução da renda ruins, em períodos com pressões inflacionárias contidas por altos juros e câmbio volátil. Nesse período, a empresa foi capaz de expandir de 86 para 325 lojas, multiplicando sua receita líquida por 4,8 (2019/2006) sem precisar de nem um centavo de aumento de capital. O histórico dos últimos 14 anos da Guararapes é uma rara demonstração da criação de valor de uma empresa.

Com recursos próprios, a empresa conseguiu crescer criando um modelo de negócios irreplicável nos dias de hoje. Explico: sua estratégia operacional, chamada de *fast fashion* exige uma forte integração entre os elos da cadeia produtiva com a rápida gestão da área de venda. Esse modelo maximiza o retorno final em função das suas componentes "margem" e "giro". A estratégia é relativamente simples, aumentar a variabilidade de SKUs disponíveis em loja, aumentando a superfície de contato entre os produtos e seus compradores, reduzindo a profundidade da área de vendas e aumentando o giro de produtos em loja. Com uma gestão eficiente da área de vendas e um lead time curto de abastecimento, torna-se possível reabastecer as lojas com produtos de maior giro. Assim a empresa pode arriscar-se em uma composição de coleção mais modal, aumentando a atratividade do seu espaço, a percepção de valor dos clientes, reduzindo o desabastecimento e as remarcações no final das coleções, coisas que agridem a margem bruta. Para implementar essa rentável estratégia é necessário escala, logística e capacidade de execução.

A expansão da Riachuelo ocupou ao longo do tempo áreas de shoppings que classificamos em primeira, segunda e (depois de 2009) de terceira geração. Os shoppings mais maduros e de melhor qualidade tem uma menor dependência de lojas âncoras. No entanto, há espaço de sobra em shoppings mais novos, mal comercializados, em regiões primárias ruins, ou que enfrentam concorrências diretas com shoppings dominantes com melhores fluxos. Não há 670 mil metros quadrados de área disponível em shoppings maduros. Ao mesmo tempo um novo entrante de escala não conseguiria obter retorno sobre capital investido em shoppings baixo tráfego, capazes de gerar pouca venda por metro quadrado. Uma nova operação criada do zero "não para em pé". Em um mercado altamente fragmentado com grande informalidade os players são os que conhecemos.

Entre as grandes assimetrias de avaliação entre nós e o mercado geral está a mensuração da sua alavancagem operacional, quanto a empresa é capaz de converter em caixa ou lucro a partir de um incremento de vendas, o ganho de produtividade por loja e o estágio de maturação da venda por m2. Especialmente na área aberta depois de 2011. Por ter termos atravessado um período economicamente muito ruim, os últimos anos são uma boa proxy da capacidade de venda que a empresa tem em suas mãos. A recente integração do centro de distribuição de Guarulhos com o SAP, que por diversas questões ainda não foi capaz de mostrar seu potencial, trará otimização de capital de giro. No CD, a empresa tem robôs que se movimentam a uma velocidade de 55 km/h sendo capazes de separar pedidos peça a peça.

Com mais de 35 mil funcionários a empresa tem uma operação que vai da confecção até os produtos financeiros passando por sua logística capilarizada que conta com três centros de distribuição, capazes de abastecer 325 lojas espalhadas em todo o país.

A empresa tem progredido na sua digitalização, com a exploração de multicanalidade, e o lançamento do seu superapp, marketplace de moda. Os avanços seguem com a transformação da Midway Financeira (emissora de 32 milhões de cartões) em uma grande plataforma de serviços financeiros.

Recentemente nasceram novos formatos de lojas como a Riachuelo Casa e a Carters. O valor de mercado, lado direito da nossa função identidade, não apenas ignora o valor da companhia tradicional, mas todo o processo de transformação que a empresa tem passado nos últimos tempos.

Para colocar em contexto, as ações da empresa caíram 60% em relação à véspera do carnaval de 2020, em outras palavras um *rebound* aos preços de 1 ano atrás multiplicaria seu valor por 2,5x.

Aos que imaginam que seria preciso olhar no retrovisor o varejo de vestuário crescendo para considerar investir na empresa, sugiro que vejam o que aconteceu ao longo do terceiro trimestre de 2017. Enquanto o varejo patinava no Brasil o resultado do segundo trimestre da empresa fez suas ações subirem 50% de forma abrupta.

Se tiverem interesse em se aprofundar nas oportunidades do processo de digitalização da companhia, recomendamos a leitura das páginas 4 a 8 do [Release de Resultado do 3T20](#) disponível no [website da companhia](#).

Nosso trabalho é acompanhar o andamento de todas essas iniciativas alimentando nosso modelo econômico-financeiro, alterando conforme a visibilidade do cenário presente e futuro para garantir nosso retorno assimétrico.

A **Centauro**, um investimento que classificávamos como GARP (empresa de crescimento a um preço razoável) um ano atrás, se transformou em empresa de *deep value*. Não sabemos quanto de *market share* suas competidoras satélites terão deixado na mesa, mas a empresa, com vocação nativa para ter uma operação omnicanal preencherá esse espaço. O ano de 2021 que certamente será promocional onde o fundamental é vender e diluir despesas operacionais deverá mudar ao longo do último trimestre. Em algum ponto as marcas esportivas mais importantes deverão fechar canais de venda não tradicionais para voltar a focar na sua estratégia de percepção de valor de marca, aumentando a exclusividade de produtos premium que só serão vistos na Centauro. Assim que as operações das lojas estiverem normalizadas as margens subirão desproporcionalmente às vendas enquanto o pipeline de abertura e reforma de lojas segue com vigor. O contrato com a Nike deverá começar a trazer frutos. Não há no seu segmento competidores nacionais no varejo físico.

**Nosso terceiro bolso** tem posições em **incorporadoras** focadas em renda média e alta na região metropolitana de São Paulo: Trisul e Even. A **Trisul** se destaca há alguns anos entre todas as empresas de capital aberto. Apresentando ao longo dos últimos anos de forma recorrente as melhores velocidades de vendas e a menor relação entre estoque concluído sobre valor de liquidação, a empresa vive atualmente seu melhor momento operacional em 10 anos. Apesar do grande volume de lançamentos totais em São Paulo, o segmento de atuação da companhia foi relativamente pouco ofertado nos últimos 2 anos. A demanda nunca esteve tão forte impulsionada pelo aumento do volume de financiamentos imobiliários que após terem sido recordes em 2020 devem apresentar nova marca em 2021. A relação entre renda e valor da parcela nunca esteve tão atrativa.

Como diz o mega investidor Sam Zell, tudo em *real estate* é hiper local. A companhia tem mais de R\$ 5,8 bilhões de bancos de terrenos (*onbalance* e *offbalance*). Trata-se de um portfólio de terrenos de qualidade que garantem projetos suficientes para os próximos 2,5 anos. A alta dos insumos de construção, quando persiste, passa a integrar o INCC importante indexador dos contratos de venda imobiliária de forma a aliviar a pressão de custos.

Com o preço por metro quadrado praticamente estagnado há anos, a companhia tem conseguido repassar preços, o que poderá trazer margens brutas maiores à frente. A dinâmica de geração de valor antecede a contabilização dos lucros. À medida que a companhia lança e vende, gera um fluxo de caixa negativo em um primeiro momento compensado por uma geração de caixa mais volumosa após a entrega da obra. Nesse meio tempo toda a realidade econômica da empresa fica nas notas explicativas de balanço. Pouca gente avalia corretamente essas empresas. Quase ninguém paga pela perpetuidade dos seus negócios, muitas vezes nem mesmo por projetos futuros.

Já multiplicamos nosso capital por 8 na empresa entre 2014 e 2020, nos forçando a vender ações para controlar o tamanho da alocação que tínhamos investido na incorporadora. Voltamos a aumentar nossa quantidade de ações. Enquanto a empresa cai pela narrativa da alta da taxa de juros, compramos Trisul frequentemente.

**No nosso quarto bolso**, um conjunto de empresas que com dinâmicas próprias de crescimento e consolidação de mercado, capazes de alocar capital e entregar altos ROICs. Além disso estão bastante protegidas do ambiente macro. São os casos de **PETz, DO'r, Aeris**. Consideramos as 3 empresas como players premium. O momento do ciclo de vida de Petz e DO'r nos lembra bastante a Localiza há 13 anos atrás. Naquela época a empresa tinha 37 mil veículos, em 2020 a empresa encerrou o ano com 280 mil veículos. Não foi um caso apenas de crescimento, mas sim de consolidação por vantagens competitivas estruturais. Petz e Do'r ainda estão em um estágio inicial de um processo de consolidação onde seus competidores são players fragmentados com desvantagens competitivas expressivas.

Nossa Aeris de certa forma se assemelha às nossas incorporadoras no sentido de que o crescimento do valor econômico descasa com a geração de EBITDA, o que favorece a análise de perto. A seu favor, está a estabilidade, previsibilidade e crescimento da demanda de pás para os aerogeradores, seja para novos projetos, seja na substituição para re-potencialização de projetos antigos por substituição. A demanda secular de energia limpa segue acompanhando o crescimento e transformação das fontes de energia. A ação, além de estar extremamente descontada, possui grande crescimento de receita e geração de caixa nos próximos anos.

**No quinto grupo** temos **Irani e Hidrovias do Brasil**. Dois negócios fora do radar do Ibovespa. Irani traz uma oportunidade de geração de valor a partir do investimento em sua própria operação. No caso da Hidrovias do Brasil, compramos a grande expansão da produção de grãos do centro oeste contratada para acontecer entre 2020-2030. Estima-se hoje que a produção do centro oeste crescerá de 45 para 75 MM/ton/ano. É importante salientar que diante da previsão de crescimento notável da produção de grãos no estado do Mato Grosso, Hidrovias do Brasil captará grande parte deste escoamento via modal hidroviário no norte do país. Decerto, soma-se a isso a característica chave da empresa de firmar contratos de longo prazo dolarizados e expandir suas operações em todo o país, como no Sul, escoando minérios da Vale e no Sudeste atuando no porto de Santos. As quedas recentes de suas ações em contraste com as perspectivas de seus negócios evidenciam a assimetria entre preço e valor intrínseco desse ativo, tornando-o extremamente atrativo para geração de valor no longo prazo.

**Por fim, temos Vale e CVC**. Carregamos Vale na nossa carteira desde os R\$ 7,00. A empresa é uma grande geradora de caixa, tem sua receita dolarizada e tem grande capacidade de distribuir dividendos com o acordo final de Brumadinho. Chama atenção o grande desconto da companhia enquanto o minério de ferro se mantém em preços altíssimos. O fundamento estrutural favorece a empresa pela demanda garantida pelo crescimento da China e retomada das economias desenvolvidas. Ao mesmo tempo não há nenhuma grande capacidade entrando em operação nos próximos anos. Novos projetos são cada vez mais difíceis de se fazer justamente pelo impacto ambiental e social. A Vale é uma das poucas que tem se mostrado resiliente. Aliás há pouca coisa fora do universo das commodities que tem resistido.

O que consideramos ser a única posição "controversa" do nosso Fundo é nosso investimento em CVC. Em uma visão de cima para baixo, a lógica do investimento parece simples: a companhia é líder de um mercado que temporalmente encolheu. Um dos castigos da pandemia é privar a circulação de pessoas, algo que será corrigido com vigor após o controle do vírus. Muitos concorrentes pequenos terão deixado de existir e ao fim desse período saberemos ao certo quanto *market share* a companhia conseguiu ganhar.

O lazer (75% do negócio da companhia) retomará mais rápido que o corporativo. O lazer doméstico deve se normalizar até o final deste ano. O internacional só deve ganhar força em 2022. O corporativo certamente será mais lento. Grandes

eventos, feiras, congressos e treinamentos de recursos humanos exigem tempo para serem organizados. A ponte aérea é fundamental para as companhias de aviação, mas não traz retorno relevante para a CVC. O gargalo da disponibilidade de voos e a restrição de horários em que se concentra a demanda de ponte aérea Rio-SP (principais polos econômicos da América do Sul) é tão grande, que não acreditamos que um dia haverá vacância nesses voos pela sua substituição por reuniões remotas.

A retomada da CVC será limitada pela disponibilidade de voos, uma vez que a malha aérea não cresce tão rapidamente como encolheu. O próprio ano calendário ficará bastante apertado para a demanda por circulação. A companhia vale hoje 25% do que valeu no final de 2019. O *upside* não está no retrovisor, nem no *call* macro de recuperação de empresas no epicentro da pandemia. Ao contrário, o que fundamenta nossa posição são as transformações e reestruturações *bottom up* em andamento há um ano.

Entre elas podemos citar: a verdadeira transformação digital com mudança de cultura e a transformação do legado da antiga empresa, o desenvolvimento e implantação de um CRM forte e eficiente, economias operacionais pela reestruturação de um *backoffice* integrado, simplificação da estrutura operacional de todas as empresas do grupo para a extração de sinergias, unificação da disponibilidades de produtos entre os canais, exploração de omnicanalidade com apoio e capilaridade da maior rede de distribuição do setor na América Latina (uma das maiores redes de franquia do Brasil).

A unificação do portfólio de produtos e serviços em conjunto com o CRM tornará viável a implementação de uma política "*yield management*" mudando o foco de volume para a rentabilidade do negócio. A empresa se relaciona com mais de 12,5 milhões de clientes por ano, um número invejável para qualquer programa de fidelidade. A maneira com que a empresa se relaciona com seus clientes está mudando. De uma abordagem transacional para todas as possibilidades de uma frequência relacional. Seu programa de fidelidade será um projeto de recorrência não dependente de verba de marketing.

Em muitas frentes a Covid foi como uma toalha jogada pelo treinador de um lutador de boxe em maus momentos. Toda essa reestruturação brecou o crescimento de concorrentes e permitiu com que a companhia fizesse movimentos para "fechar" grandes espaços de mercado. Um exemplo disso é o

caso de umas das novas avenidas de crescimento da empresa. A VHC poderá ter 8 mil propriedades disponíveis nos próximos anos. Isso poderia significar 20% do negócio da CVC Corp. Sem requerer muito investimento, a VHC é um segmento de margens altas. Há muitas outras iniciativas em andamento: a centralização das compras de passagens na CVC Corp ao invés de maneira independente em cinco empresas, reestruturação do B2B com a unificação do segmento na Rextur, lançamento do canal de agentes independentes de viagem, atuação 100% digital de todas as lojas. No B2C reformulação do App, site e loja e a criação de um orçamento 100% digital.

Por trás de toda a reestruturação está um novo CEO, o respeitado Sr. Leonel Andrade, com extensa capacidade de gestão e competências fundamentais para a empresa. Nosso CEO foi presidente da Smiles, presidente da Credicard, presidente e diretor comercial e marketing da Losango Soluções Financeiras entre outros destaques de seu extenso curriculum.

Há um ano no cargo a nova administração começará em breve a apresentar o resultado do seu trabalho. Com o novo conselho de administração esse time terá apoio para seguir no planejamento estratégico da companhia. Vamos aguardar alguns trimestres enquanto acompanhamos a empresa de perto. O valor de cada uma dessas coisas ficará visível ao passar do tempo. Se há bastante risco envolvido no valor de cada uma dessas iniciativas com a disciplina de alocação de capital que a empresa tem há pouca incerteza. As iniciativas serão positivas para a companhia.

## Selecionados nossos investimentos, como acompanhamos o desenrolar desses negócios?

Nossos cotistas não compram apenas nossa carteira, mas nossa capacidade de acompanhar cada uma dessas posições de muito perto. Uma dedicação de horas de trabalho dedicadas ao nosso processo de investimento, que se propõe a alinhar modelos econômico-financeiros robustos com as evidências da realidade.

Apesar do nosso viés numérico e estatístico que envolve estressar as variabilidades do que chamamos de variáveis primitivas, nossa abordagem rompe com a verdade quantitativa da explicação do mundo, um termo conhecido como "*mathiness*". Ao nosso ver, o viés quantitativo geralmente prejudica o julgamento

do analista ao atropelar raciocínios fundamentais com uma falsa impressão de precisão. Ao contrário, para nós a confrontação dos números com a realidade é fundamental. Nosso trabalho é essencialmente humano. Todos os nossos modelos e *quantamentals* são apenas ferramentas de trabalho, enquanto nossa dedicação fica sobre a compreensão das coisas, sobre a captura de relações através de observação, inferência, depuração da verdade (que exigem comparações e analogias) e o julgamento lógico e racional vindo da nossa própria experiência. A tudo isso, damos o nome de *Evidence Based Investing*.

## Se o portfólio do Fundo é tão bom, porque não tem performado bem?

Resposta rápida: pelo curtíssimo horizonte de tempo que os investidores têm arbitrado. Um caótico momento de piora do *bottom up* da epidemia com impacto nas empresas e nas vidas das pessoas além da piora recorrente do macro interno.

### Um breve comentário do ambiente macroeconômico que vivemos:

O cenário de crescimento mundial contratado para acontecer neste ano é puxado pela retomada da economia chinesa e dos países desenvolvidos. Esse cenário foi antecipado pelas bolsas americanas que a partir de Outubro 2020 iniciaram um processo de rotação setorial, das vencedoras FAANGS para empresas que poderiam se beneficiar da **retomada da economia**. Encarando o COVID como um evento *one off* o suporte de setores tradicionais como indústrias e bancos passaram a ser impulsionados pela expectativa de recuperação dos lucros corporativos a partir do controle da pandemia. De Novembro para cá, empresas classificadas como COVID *losers* subiram cerca de 35% contra "apenas" 15% do S&P 500.

A expectativa de pressão inflacionária no curto prazo é consequência da própria normalização das atividades. A retomada da demanda, cacifada pelo aumento da poupança, baixas taxas de juros e disponibilidade de crédito encontra com uma limitada capacidade de aumento de oferta, estoques baixos.

Como consequência vimos as taxas dos Bonds de 10 anos nos EUA subindo se traduzindo em uma pressão maior sobre as ações de empresas de crescimento com *duration* mais longo, isto é capacidade de geração de caixa mais distante no tempo.

Por aqui o ambiente é completamente diferente. Os investidores seguem arbitrando horizontes muito mais curtos, comportamento típico de momentos de extremo stress. Mesmo elegendo aliados para o comando das 2 casas legislativas, o governo tem agravado a percepção de risco com narrativas desconstruídas. Nas últimas semanas temos visto revisões para baixo para o PIB de 2021, revisões consecutivas para cima para as expectativas da inflação e seus reflexos na curva de juros. Se alguns meses atrás o mercado esperava que os juros começassem a subir a partir de setembro, as expectativas mais otimistas apostam em subidas mais rápidas a partir de abril. Não por coincidência o ingresso de dinheiro de estrangeiros virou de mão no fatídico dia da Petrobrás. Resgatamos o risco de intervenção setorial, algo que não nos chamava atenção há algum tempo. Nosso câmbio segue refletindo um risco fiscal expressivo. Com tanto vento contra, aos investidores de longo prazo da Bolsa de valores não basta levar em consideração situações piores à frente, cenários já prováveis de crescermos quase metade do que crescerá a economia americana. Ainda teremos uma pressão inflacionária potencializada pelo câmbio. Pelo menos podemos subir nossa taxa de juros para atenuar toda o pandemônio que se tornou nossa economia.

A grande maioria das empresas da nossa Bolsa de Valores conseguiu se desalavancar nos últimos anos. Todas elas viveram em ambientes de juros e inflação bem piores. O câmbio traz oportunidades para muitas, uma vez que temos um bom grupo de empresas com receitas em dólar. O recado é que por pior que o cenário curto esteja, por pior que tenha sido as "quebras de expectativas" os *valuations* de nossas empresas estão muito fora do normal. Em algum tempo, pandemia também será controlada por aqui. Muito provavelmente nosso mercado antecipará esse movimento como fizeram os mercados nos países desenvolvidos. Uma simples mudança do horizonte de observação poderá trazer grandes correções de preço, premiando novamente os dispostos a atravessar esse período comprados.

## Mensagens Finais

Aos nossos cotistas nossa mensagem final é clara: atravessamos águas turbulentas com investimentos que sobrevivem à demora da retomada econômica. Vemos grandes "assimetrias de horizonte de investimento" que trarão retorno mais do que proporcional à "dor do carregamento" de nossas posições.

Analisem suas posições, procurem entender as oportunidades de investimentos marginais e segurem firme.

Agradecemos a confiança!

**Compre ao som dos  
canhões, venda ao  
som dos violinos**

adaptação de "buy to the sound of  
cannons, sell to the sound of trumpets."  
atribuído a Nathan Rothschild\*

**joule**  
asset management

\* <https://www.wsj.com/articles/SB115309427413108204>

## Joule Asset Management

Rua Iguatemi, 192, cj 163  
01451-010 . Itaim Bibi . SP  
T 11 3045 1647

[www.jouleinvest.com.br](http://www.jouleinvest.com.br)



### Disclaimer:

A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Todas as informações contidas nesse relatório têm caráter meramente informativo e, portanto, não devem ser consideradas ofertas de venda ou compra e cotas do fundo ou qualquer título ou valor mobiliário. A Joule Asset Management não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por operações ou decisões de investimento tomadas com base nesse material. As projeções, opiniões e valores expressos nesse relatório foram elaboradas no momento da sua publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso prévio. A Joule Asset Management não intermedia, comercializa ou distribui quaisquer quotas de clubes, fundos ou qualquer outro ativo financeiro.

Informamos que os sócios e funcionários da Joule Asset Management podem ter investimentos nos clubes e fundos administrados pela empresa.

O Joule Value FIA aplica seus recursos em ações de acordo com a legislação vigente e, portanto, está sujeito a oscilações diárias. O Fundo de Investimento poderá incorrer em rentabilidade negativa e perda do capital investido. É recomendada a leitura detalhada do Estatuto do fundo que pode ser obtido junto à administradora. O fundo está sujeito a todos os riscos das ações que compõe sua carteira. O Joule Value FIA não utiliza estratégias com derivativos e não conta com garantia da Instituição administradora, do Gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. O gestor do fundo não se obriga a vender índice ou fazer qualquer tipo de operação para limitar perdas caso o mercado apresente grandes oscilações negativas.

O Estatuto do Fundo e demais informações sobre Distribuição e Administração poderão ser obtidas junto à sua Administração e Distribuidora: SINGULARE CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. Av. Brigadeiro Faria Lima, 1,355 – 3º andar – CEP: 01452-002. São Paulo – SP. Tel/Fax: +55 11 3299 2000.

Website

[www.singulare.com.br](http://www.singulare.com.br) - [daniel@singulare.com.br](mailto:daniel@singulare.com.br)