

# CARTA

## AOS

## COTISTAS

**joule**  
asset management

## Assimetria de Horizonte de Investimentos

**joule**  
asset management

20/Ago/2021

Prezados cotistas,

desde Março quando redigimos a nossa última carta extensa, o Joule Value FIA passou por um período de recuperação premiando os quotistas que leram naquela mensagem a oportunidade de investir no nosso Fundo. No entanto, nos últimos 30 dias nossa carteira de ações desvalorizou significativamente, em contraste com os resultados correntes e as perspectivas que nossas empresas têm de crescimento à frente.

A grande guinada na direção de nosso mercado de ações, ainda que bem menos percebida pelo índice Ibovespa, veio da mudança repentina de estratégia de muitos investidores em meio a um ambiente sem grandes surpresas.

O mercado, que se posicionava para seguir a narrativa de "surfar" a retomada econômica pós pandemia, parece ter guinado de direção por diversos motivos. A maior parte desses riscos já estavam claramente e há um bom tempo, colocados à frente. Esse movimento nada tem a haver com os resultados das empresas nas quais investimos. Ao contrário, conforme escrevemos no nosso "Relatório Mensal Comentado" de Julho/21 ([leia aqui](#)), as empresas que temos em carteira estão indo muito bem. A maior parte delas vivem os melhores trimestres de suas histórias com excelentes perspectivas à diante.

Desde o início da pandemia nosso Fundo tem vivido grandes desvalorizações seguidas de intensos *rallies* de recuperação. Ressaltamos que esses movimentos não ocorrem por mudanças de estratégia, erros de alocação ou acertos de "trading"; ao contrário. Seguimos a mesma estratégia fundamentalista, de longo prazo e com baixíssimo "giro de carteira" que nos proporcionou resultados excelentes por mais de 20 anos. Nossa Fundo é bastante líquido e investe em cerca de 16 empresas, todas analisadas com bastante profundidade e monitoradas diariamente.

Recado aos investidores que acompanham o sobe e desce do mercado de perto: momentos de grande descasamento, nos quais o Joule Value FIA apresenta resultados inferiores aos do Índice Ibovespa, geralmente representam especiais oportunidades de entrada uma vez que nossa carteira de ações reúne posições com desconto e crescimento em empresas com qualidade e perspectivas bem superiores à média de mercado.

Nosso Fundo segue uma estratégia de longo prazo que, ao longo de pouco mais de 20 anos, multiplicou o primeiro capital investido por 35 contra 6 da bolsa no mesmo período. Consideramos que aprendemos muito em todos esses anos, assim somos melhores analistas e gestores. Atravessamos períodos turbulentos de mãos dadas aos melhores projetos de investimentos "à venda" na Bolsa. Projetos que são analisados sob diversas métricas em cenários variáveis, considerando não apenas as possíveis mudanças no ambiente macroeconômico, mas também riscos microeconômicos. Preocupem-se sempre no seu próprio planejamento financeiro que condiciona as restrições do prazo dos seus investimentos.

De uma forma geral (e claro há muitas exceções), achamos nossa bolsa de valores muito atrativa em qualquer cenário visível de piora econômica. Além da ainda aguardada retomada econômica, a grande maior parte das empresas está saudável, pouco endividada, crescendo e tem projetos de investimento para apresentar. Certamente nos últimos 12 anos nunca tivemos um momento tão favorável quase que coordenado para tantas empresas da Bolsa ao mesmo tempo. Até mesmo os

bancos que há um ano "estavam fadados ao fracasso" pela competição de *fintechs* tem agora novo impulso com a expectativa de algum ganho inflacionário sobre depósitos à vista e *spreads* mais amplos em função de juros mais altos à frente.

Fazemos em seguida alguns comentários sobre o mercado, discutimos um pouco sobre estratégia, nosso mandato no Joule Value FIA e, finalmente, sobre as nossas empresas. Como muitos não têm tempo de ler toda a carta, colocamos na próxima página alguns destaques financeiros e operacionais das empresas nas quais investimos. Vejam como a fotografia do mercado ("Mr Market") pode divergir bastante da realidade econômica.

Ficamos à disposição de todos e agradecemos a confiança em nós depositada.

Boa leitura!

São Paulo, 20 de Agosto de 2021



**José Luiz Junqueira**

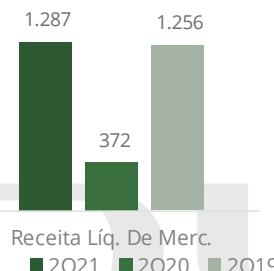
*Gestor de Renda Variável e CIO da Joule Asset Management*

**joule**  
asset management

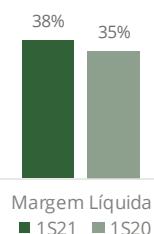
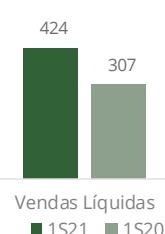
Resultados das Empresas nas quais o Joule Value FIA investe **versus** Resultados das Ações dessas Empresas no Ano e nos Últimos 30 dias

Dados sobre ações considera data de 20/08/2021

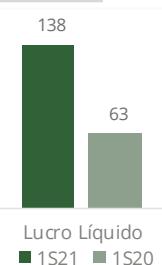
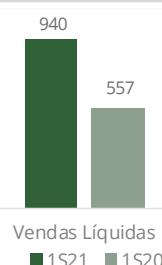
<b>Guararapes (Riachuelo)</b>	2Q21	2Q20	2Q19	Variação %	Variação %
				21-20	21-19
Receita Líq. De Merc.	1.287	372	1.256	246%	3%
Área de Vendas, M2	677	667	651	2%	4%
Receita/M2	1,90	0,56	1,93	241%	-2%
Lucro Bruto	625	101	632	519%	-1%
Margem Bruta	48,6%	27,2%	50,3%	79%	-4%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>		<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>		
GUAR3		-23%	5%		



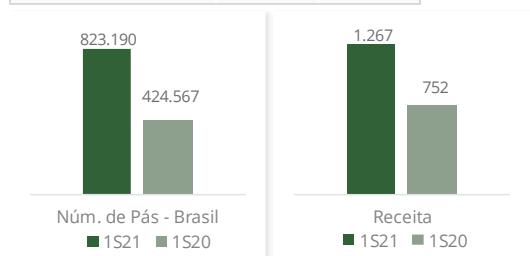
<b>Trisul</b>	1S21	1S20	Variação %
Vendas Líquidas	424	307	38%
Lucro Bruto	156	129	21%
Lucro Líquido	71	67	6%
Margem Líquida	38%	35%	9%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>		<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>
TRIS3		-22%	-39%



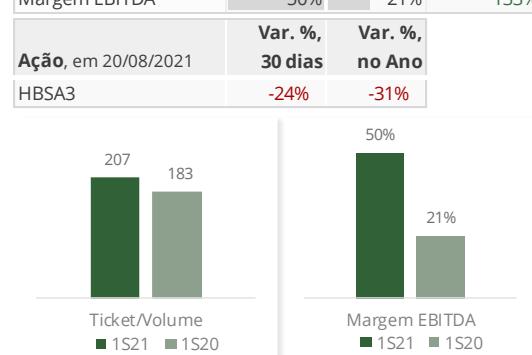
<b>Even</b>	1S21	1S20	Variação %
Vendas Líquidas	940	557	69%
Lucro Bruto	332	208	60%
Lucro Líquido	138	63	119%
Margem Líquida	13%	10%	28%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>		<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>
EVEN3		-14%	-25%



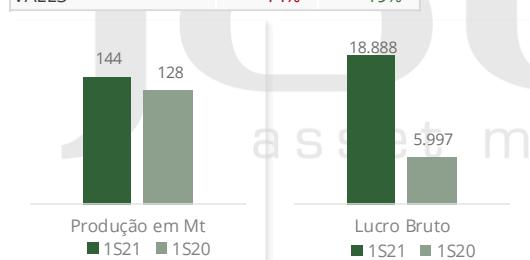
Aeris	1S21	1S20	Variação %
Núm. de Pás - Brasil	823.190	424.567	94%
Núm. de Pás - Mundo	409.199	308.174	33%
Receita	1.267	752	69%
EBITDA	117	96	23%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
AERI3	-21%	-18%	



Hidrovias do Brasil	1S21	1S20	Variação %
Volume	3.213	3.493	-8%
Ticket/Volume	207	183	13%
Receita Líquida	667	640	4%
EBITDA	333	137	143%
Margem EBITDA	50%	21%	133%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
HBSA3	-24%	-31%	



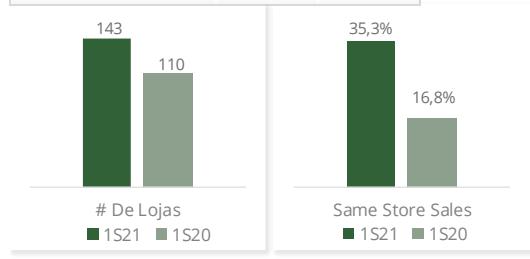
Vale	1S21	1S20	Variação %
Produção em Mt	144	128	13%
Receita Líquida	29.320	14.487	102%
Lucro Bruto	18.888	5.997	215%
Marg emBruta	64,4%	41,4%	56%
Caixa Gerado	13.649	12.113	13%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
VALE3	-14%	19%	



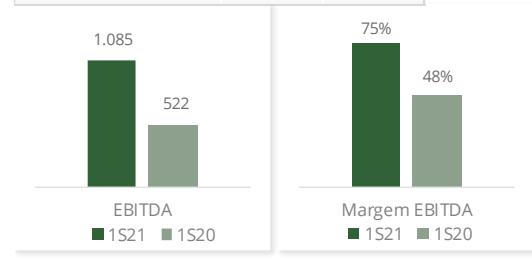
Rede D'Or	1S21	1S20	Variação %
Leitos	9.611	8.214	17%
Receita Por Leito	1.034	737	40%
Receita	9.938	6.053	64%
EBITDA	2.379	472	405%
Margem EBITDA	23,9%	7,8%	207%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
RDOR3	7%	11%	



Petz	1S21	1S20	Variação %
# De Lojas	143	110	30%
Receita	1.135	731	55%
Same Store Sales	35,3%	16,8%	110%
EBITDA	96	67	44%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
PETZ3	12%	46%	

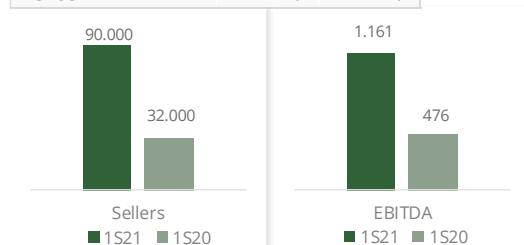


Unidas	1S21	1S20	Variação %
Receita	1.441	1.078	34%
EBITDA	1.085	522	108%
Margem EBITDA	75%	48%	56%
<b>Ação, em 20/08/2021</b>	<b>Var. %, 30 dias</b>	<b>Var. %, no Ano</b>	
LCAM3	-7%	-10%	



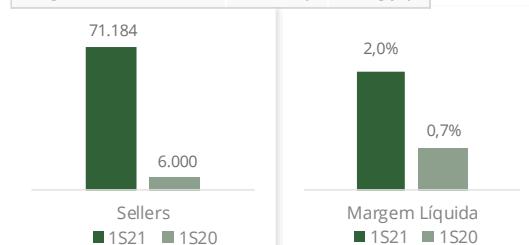
Magazine Luiza	1S21	1S20	Variação %
Sellers	90.000	32.000	181%
GMV	26.219	16.229	62%
EBITDA	1.161	476	144%
Margem EBITDA	6,7%	4,4%	52%

Ação, em 20/08/2021	Var. %, 30 dias	Var. %, no Ano
MGLU3	-14%	-24%



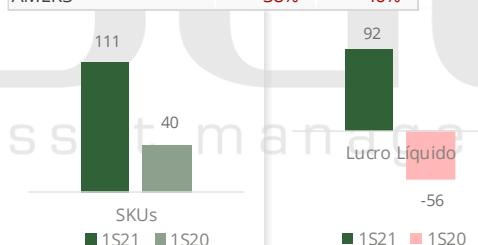
Via Varejo	1S21	1S20	Variação %
Sellers	71.184	6.000	1086%
GMV	21.737	15.689	39%
Lucro Líquido	312	78	300%
Margem Líquida	2,0%	0,7%	201%

Ação, em 20/08/2021	Var. %, 30 dias	Var. %, no Ano
VIIA3	-24%	-30%



Americanas	1S21	1S20	Variação %
Sellers	105	70	50%
Transações	381	311	22%
SKUs	111	40	178%
GMV	24.302	17.102	42%
Lucro Líquido	92	56	
Margem Líquida	0,8%	-0,6%	

Ação, em 20/08/2021	Var. %, 30 dias	Var. %, no Ano
AMER3	-38%	-46%



## Assimetria de Horizonte de Investimento

A grande guinada na direção do nosso mercado de ações, ainda que bem menos percebida pelo Ibovespa, veio da mudança repentina de estratégia de muitos investidores em meio a um ambiente sem grandes surpresas.

### Momento Econômico

Nos EUA, o aquecimento da economia e a disputa entre FED e o mercado pelo diagnóstico correto da pressão inflacionária (temporária ou persistente) coincide com redução da expectativa de crescimento do PIB por efeito da base de comparação. Se as expectativas de crescimento ano contra ano do último segundo trimestre passaram de 9%, as apostas para o primeiro trimestre de 2022 ficam abaixo de 3,5%. Não se espera que o FED suba juros por lá, uma vez que não faria sentido combater gargalos de oferta e pressões de custos de produção com política monetária. No entanto, um ambiente tão líquido torna viável a redução das recompras trilionárias de títulos para financiar um déficit fiscal monstruoso, pensado justamente para evitar que a pandemia se transformasse em uma crise econômico-financeira (Figura 1).

É bem verdade que o ativismo do FED no financiamento do déficit fiscal já existia em larga escala antes da pandemia. O objetivo então, era compensar a falta de investimento privado em relação à uma involuntária dificuldade de absorção de poupança (Figura 2). Sinais mais recentes da China crescendo menos do que o esperado, a variante Delta se espalhando em uma população americana hoje em dia "pouco vacinada" nos faz considerar que talvez nem tenhamos *taper*<sup>1</sup> neste ano. Ao invés do "boom" nossos sensores monitoram o contrário: o risco de estagnação. Por lá, mesmo com algumas incertezas, o excesso de liquidez e os lucros crescentes das empresas seguem guiando as bolsas frequentemente nas máximas históricas.

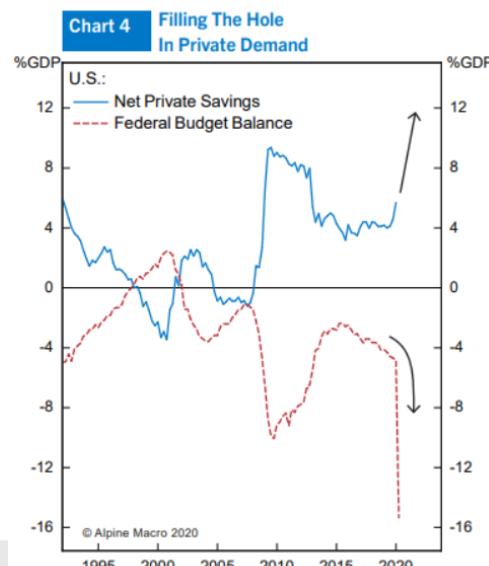


Figura 1: Evolução do balanço do Fed vs Poupança privada nos EUA. Fonte: Alpine Macro

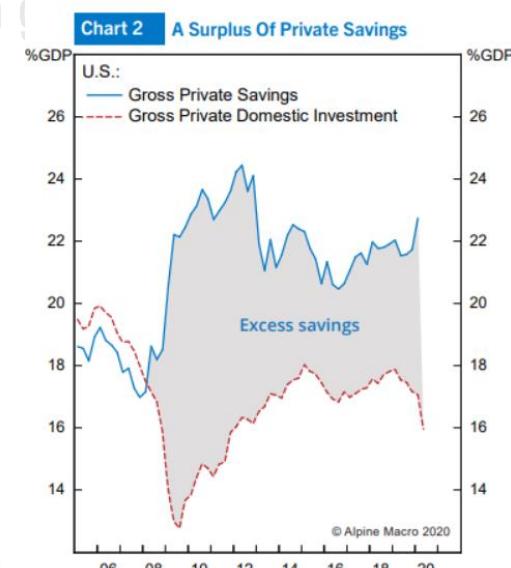


Figura 2: Poupança privada e Investimento privado nos EUA. Fonte: Alpine Macro

<sup>1</sup> Tapering: refere-se ao processo de redução gradual das compras de ativos por Bancos Centrais, reduzindo medidas extraordinárias de política monetária expansiva adotadas para fazer frente a crises

Por aqui nas últimas semanas os rumores de mercado são tantos que precisaríamos de uma "nuvem de palavras" para colocar a maior parte deles. Ouvi-se "Delta", "Tapering", "Desaceleração global", "Crise institucional", "STF vs Bolsonaro", "Problemas fiscais", "Reforma Tributária", "Pressão Inflacionária", "Seca e bandeira vermelha", "O Bacen está atrás da curva", "Com uma Selic de 6,5 poderemos ainda ter juros negativos", "antecipação de cenário eleitoral", "Precatórios", "Afeganistão", "Os Fundos de Pensão não precisam mais de ações", "Eurasia nos rebaixou", "Risk Off Mode", "estão vendendo crescimento", "o hedge é no S&P", "todos indo para liquidez" entre outros.

Filtrando o ruído o que temos de concreto é relativamente simples de compreender. A reação monetária do banco central a partir de março/20 (juros baixos) trouxe uma pressão adicional sobre a desvalorização do nosso câmbio, que desde um pouco antes da pandemia já vinha pressionado por um risco fiscal. A desvalorização cambial intensificou a pressão inflacionária sobre tudo o que importamos, o que inclui insumos, matéria prima e energia, e sobre aquilo que exportamos, como commodities cotadas em dólar, o que inclui alimentos. Nossa inflação historicamente correlaciona muito bem com câmbio e preços de alimentos no mundo, assim muito da nossa pressão inflacionária era claramente aguardada. (Figura 3)

Mesmo antes dos países desenvolvidos, e em plena pandemia de 2020 vivemos o impacto da inflação dos preços pela contaminação cambial. Na retomada não seria diferente. Iniciamos o ano de 2021 com taxas de juros muito abaixo do equilíbrio. O ajuste do COPOM tem sido recorrente. Mesmo com um *rally* dos juros de curto prazo, a inflação prevista para esse ano deve passar dos 7%; muito acima da meta do Banco Central. Enquanto vemos nossa Selic subindo, o mercado assimila que a retomada que estamos vivendo é bastante influenciada pelo crescimento da China e dos países desenvolvidos. No ano que vem, apesar da expectativa de acomodação da inflação, teremos taxas de juros mais altas e um PIB mais fraco.

O orçamento público é um cobertor curto, insuficiente para aumentos nas verbas emergenciais, especialmente quando se contava com a diferença de indexação de receitas e despesas para financiar os gastos mais "populistas". Nesse último mês, veio à tona os precatórios que não cabem

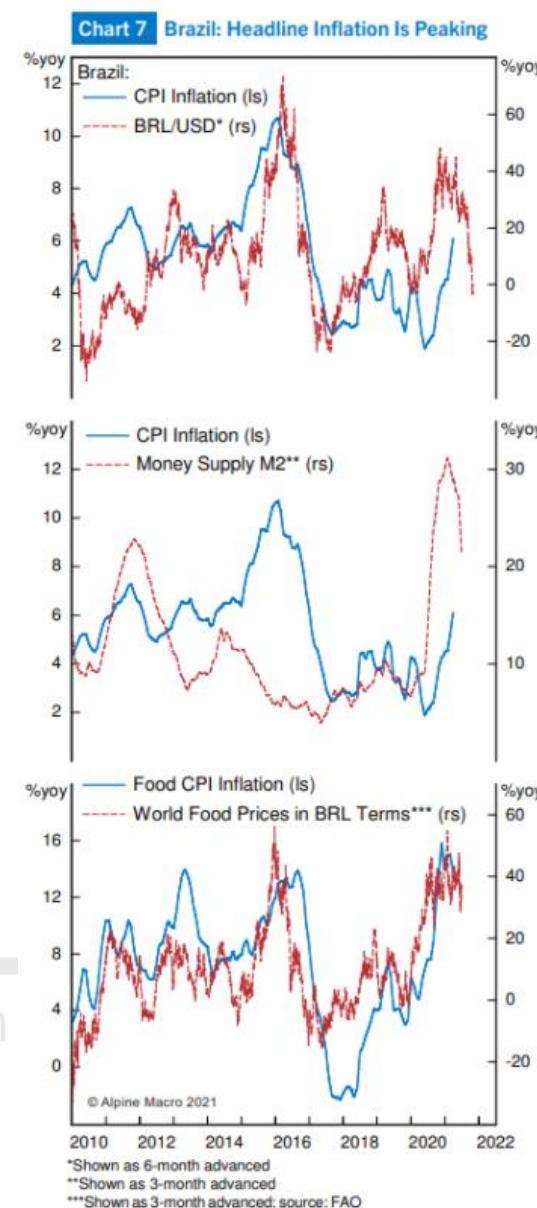


Figura 3: Figura 3: Inflação Brasileira, taxa de câmbio, base monetária (M2) e Preços globais de alimentos. Fonte: Alpine Macro

no bolso do governo aumentando o risco fiscal. Em resumo, o cenário a frente é pior, mas não é nada desastroso. Reprecificar ações ou qualquer outro ativo com PIB mais fraco e uma nova relação entre inflação e juros não é tarefa difícil.

## Mandatos, estratégias e propostas de diferentes gestores

Comentamos abaixo algumas diferentes estratégias e restrições de mandato de gestores de fundos. Nossa ideia é transmitir ao nosso cotista a noção de que há muitas estratégias diferentes e restrições de mandato que condicionam as decisões de investimento desses agentes. Para que fique uma linguagem simples, utilizamos uma forma de comunicação mais "direta" e franca que muitos poderiam chamar de "conversa a portas abertas". Por favor não entendam nenhum trecho como crítica a qualquer colega de profissão, seja na cadeira de gestor ou analista. Quando nos referimos ao que chamamos de "narrativa" estamos juntando em um mesmo grupo, movimentos sobrepostos que acabam tendo sentido comum. Qualquer um poderia também criticar nossa própria estratégia inclusive alegando que estamos sujeitos a variações negativas de curto prazo às quais, por política de investimento, não nos propomos a mitigar ativamente (não temos *stop*) somos *long only* sempre. Feitas as ressalvas, podemos seguir.

Em relação a horizonte de investimento, consideramos que janelas menores que 18 meses são curtas. Por que 18 meses? Apenas para ter certeza de que se foge de um ano calendário. Isso não significa, no entanto, que nossas empresas não possam apresentar resultados que convençam o mercado de que valem mais em períodos mais curtos.

Em janelas curtas o mercado nem sempre corrige assimetrias, por mais óbvias que possam parecer. Assim, não há qualquer garantia de que o mercado irá premiar os que tomaram "boas decisões" (supostamente mais nobres por serem fundamentadas) em relação aos que só acompanharam o fluxo, seguindo a "política de investimento da narrativa".

Em compensação, quando o mercado "casa" com uma narrativa e a transforma em um mantra, curtos nove meses são uma eternidade. Os preços das ações podem se movimentar bastante em curtos períodos. Se parece tão confortável, por que então não seguir narrativas? Simplesmente porque elas dissipam na mesma velocidade que aparecem. Quem as segue corre grande risco de cair na média de mercado; isso se financiar o custo de operação com um bom "*trading*".

Em fevereiro deste ano, o fiscal arriscava destruir todo potencial da retomada. Já em Maio o jogo tinha virado, o endividamento contra PIB ao final de 2021 estaria muito melhor que imaginávamos. Em Julho em meio à crise institucional, caiu a ficha do combo PIB, juros e inflação de 2022.

Muita gente com estratégia menos "fundamentada" joga a toalha, desiste, teme uma crise "eterna enquanto dura", desiste de papéis menores mesmo que com as melhores perspectivas. Resolvem tornar suas carteiras menos dependentes de fluxo, temem resgates e que tenham que vender ativos. Muitos gestores não têm "mandato" realmente, não tem "licença" para cair. São comparados aos que são considerados seus "pares", devem servir ao interesse do passivo (base de cotistas) e não podem fazer o que acreditam ser melhor considerando-se cenários muito mais claros em horizontes mais longos.

Sim, todo gestor que faz o que gosta, que tem a liberdade de fazer o acredita e principalmente tem matéria prima para produzir alpha (retorno em excesso ao benchmark), tem o sonho de poder seguir sua própria convicção. Uma das maiores realizações de um gestor é abrir sua própria gestora e "captar um passivo" de qualidade, alinhado com sua estratégia e filosofia. Reunir quotistas que entendam exatamente a "qual bolso" seu fundo pertence, criando sua própria plateia para que possa trabalhar, criar riqueza e, consequentemente, ser reconhecido pelo seu trabalho. Recentemente, um bom amigo saiu de uma grande instituição para trilhar seu próprio caminho. Conversar com ele sobre seus planos, sobre como pretende desenhar sua estratégia e definir sua forma de trabalhar é muito empolgante. Mesmo satisfeito no seu cargo anterior, havia muitas restrições, comitês colegiados, muita gente para concordar ou discordar das suas posições e, com frequência, a pior "faceta" desse tipo de estrutura preponderava: o gestor só tem razão quando entrega retorno. O chamado "risco de carreira" pesa. Se estivesse sentado na sua antiga cadeira, certamente teria "queimado" riqueza na última semana.

Os investidores de Bolsa devem entender que, mesmo em movimentos que são aparentemente coordenados e generalizados, há diferentes agentes com estratégias e restrições passando ordens "a mercado". Tirar proveito dessas ocasiões é uma oportunidade que não se limita aos gestores que têm mandato e horizonte longo de investimento para melhorar suas carteiras, mas que beneficia, principalmente, os investidores, donos das quotas do Fundo. Estes sim podem lucrar não apenas com a seleção e alocação dentro do fundo, mas também ganhar com a realocação de recursos novos. Tendo em mente que se trata de um investimento de médio e longo prazo, aumentar suas posições em momentos melhores do que o normal (mas que podem parecer de alto risco no curto prazo) traz frutos! Sem bola de cristal, como um cotista pode saber que vivemos um momento desse tipo? É aí que entra a função de uma carta como esta, do trabalho de um bom consultor financeiro e do bom investidor.

## Nossos Investimentos

Na última segunda-feira (16/Ago/2021), olhando para as oportunidades, empresas sendo negociadas em bolsa a preços bastante baratos, nos vimos com a cabeça inclinada para cima. São raros os momentos em que todas as empresas do seu portfólio estão indo muito bem operacionalmente, preparadas para continuar entregando bons resultados em ambientes macro melhores ou piores. Geralmente no romper dos trovões há muita fumaça, dificultando a separação de risco e incerteza<sup>2</sup>; tem-se que reagir de alguma forma para priorizar posições mais resilientes e desistir de casos mais sensíveis ao ambiente macroeconômico interno e externo. Não é essa realidade que vivemos hoje! Sem discutir nos mínimos detalhes nossas posições, vamos agrupar nossa carteira para facilitar a compreensão. Propomos uma divisão diferente da que fizemos na última carta, cujo conteúdo poderia ter sido escrito hoje mesmo.

Vamos dividir nosso portfólio em:

<sup>2</sup> Risk, Uncertainty and Profit, Frank H. Knight

Grupo A: empresas com dinâmicas próprias, bastante descorrelacionadas com o nosso PIB em situações econômicas pouco refletidas pelo índice Ibovespa: D'Or, Petz, Aeris, Hidrovias do Brasil, Armac e Unidas, 3R Petróleo, Westwing.

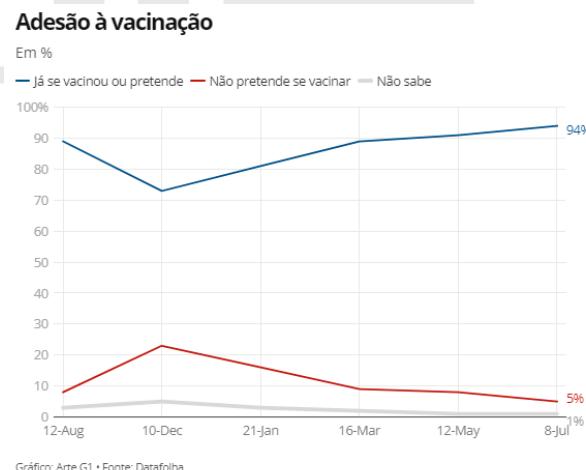
Essas empresas crescem a taxas muito maiores que o PIB, sendo ele alto ou baixo. D'Or, Petz, Armac, Hidrovias e Unidas tem em comum o fato de serem grandes consolidadoras em mercados crescentes. Essa consolidação acontece juntamente com ganhos operacionais e aumento de rentabilidade. Exploram "condições de fatores" (ver detalhes em [aqui](#)) e ganhos de escala para criarem vantagens competitivas praticamente perenes, o que torna esse movimento economicamente inevitável.

Aeris e 3R tem seu crescimento esperado em função de contratos já em fase de implementação e outros já contratados no seu pipeline para trazer receita à frente.

Westwing também está em um nicho sem competidoras diretas com um modelo de negócios bastante diferente do que se considera se um e-commerce tradicional. Após o IPO, a empresa se liberta de restrições pelas quais passou nos últimos anos enquanto se subordinava à sua antiga matriz alemã e passa a gerir seu negócio investindo em crescimento.

Grupo B: empresas que retomarão às suas atividades em mercados que sairão da pandemia bem mais aquecidos do que entraram: Centauro e CVC.

O Brasil evoluiu muito no ritmo de vacinação. Em relação à [parcela da população se propondo a ser vacinada](#), somos destaque no mundo e colheremos os frutos da nossa grande adesão. A variante Delta prejudica a reabertura, mas não evita que ela aconteça. O Reino Unido dos dá uma boa esperança do que poderemos viver por aqui (confira no [Our World In Data](#)). O fator dominante da retomada à vida normal é a vacinação. Atingindo um percentual de 70% da população vacinada ( $\geq 1$  dose), a mortalidade (*case fatality ratio*) no Reino Unido caiu significativamente apesar da alta do número de infectados, pela variante Delta. Em uma população de 67 milhões de pessoas (somos equivalentes a três vezes o Reino Unido), o número de novos casos saltou de menos de 1.600/dia para quase 50 mil, ao mesmo tempo registram 93 mortes por dia.

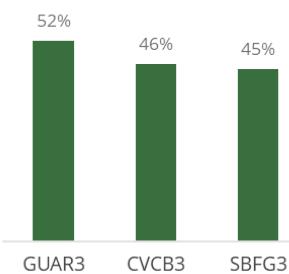


No *bottom up* da CVC e Centauro há muita coisa nova "pós pandemia". Comentamos sobre nossa posição de CVC na nossa carta de Março/21 ([Compre ao Som dos Canhões, Venda ao Som dos Violinos](#)). Curiosamente todos os assuntos continuam muito atuais.

No trimestre que se seguiu (31/Março a 30/Junho) nosso Fundo de ações rendeu bem com destaque para posições que comentamos como Guararapes +52%, Centauro +45% e CVC +46%. Uma grande parte desse movimento foi embora nos últimos 30 dias, o que certamente torna uma "volta" bastante esperada.

A enorme demanda pelo turismo doméstico está cada vez mais clara (favorecida, inclusive, pela alta do dólar e o aumento do custo de viagens internacionais), basta ver os preços e disponibilidades de voos e hotéis. Na sua divulgação de resultado a CVC foi muito clara: estão prontos para aproveitar e atender a forte demanda contando com disponibilidades contratadas (e reservadas) junto com as companhias aéreas. A agenda de relacionamento com clientes potenciais da companhia andou bastante. Hoje a empresa já tem em seu CRM mais de 12 milhões de pessoas contatáveis. A empresa ainda evolui no seu processo de reestruturação, consolidando as compras de hotéis e aéreas em corporativos e lazer além de assumir o comando de master franquias, movimento que além de margem trará agilidade nas vendas pela integração de suas operações.

Var. %, 3 meses 30/06/2021



No caso da Centauro, temos aprendido bastante sobre o Fisia (Nike no Brasil). A empresa pilota a principal marca de esporte no mundo na condução das maiores transformações estratégicas que essa indústria passou na última década: a exploração do DTC, "*direct to consumer sales*", e o controle dos canais de venda.

Desde 2011 a Nike cresceu rapidamente ao chegar diretamente aos clientes finais deixando seus competidores bem para trás. No final de 2019, a companhia saiu das prateleiras da Amazon nos EUA em uma estratégia clara de foco na experiência do seu consumidor, percepção de valor e controle dos canais de venda. Essa é exatamente a expertise que a Nike confiou à Centauro, contratada para ser sua gestora no Brasil. Com a distribuição da Centauro, a Nike fecha bem as possibilidades de entrada dos seus competidores como a Adidas e Under Armor.

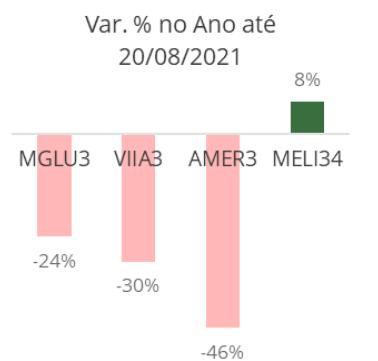
Há um ano e meio o consumo de esporte, vestuário, calçados e "*life style*" ficou "hibernada". Teremos uma demanda reprimida para atender, bilhões de dólares investidos pela indústria para estimular a venda e apenas um grande parceiro das principais marcas de esporte no país capaz de capturar a desejada percepção de valor dos grandes fabricantes. Para os interessados, vale conferir [aqui](#) e [aqui](#).

Grupo C: empresas que contrariaram a narrativa contratada para esse ano e cresceram significativamente ao longo desse período, na contramão a expectativa do mercado: Magazine Luiza, Via Varejo e Americanas.

No começo do ano ouvíamos o mercado dizendo que as vendas dessas empresas não cresceriam pela grande e difícil base de comparação do ano de 2020. Diziam que as vendas do ano passado ainda tinham sido turbinadas pelo auxílio emergencial e sem esse artificial estimulante as vendas seriam menores. Alguns consideravam que essas empresas deixariam de vender para o varejo físico. Na opinião de outros as vendas dessas cairiam nesse ano, puxadas para baixo por categorias como a linha branca. Ao longo desses oito meses o mercado preferiu ignorar todos os

sinais de que estava errado. A crise foi sendo sequencialmente prorrogada. Primeiro a narrativa que se debruçava sobre a expectativa de um primeiro trimestre fraco com base no julgamento de que o Natal 2020 também havia decepcionado as expectativas. Diante de dados excepcionais antecedentes do primeiro trimestre o mercado empurrou seu "call" para a intransponível barra do segundo trimestre cuja base de comparação seria muito alta.

Hoje os rumores dizem que é normal as ações sofrerem depois do *rally* do ano passado. Há críticas aos *valuations* dessas empresas entre outros. E a antiga narrativa da decepção de resultados? Ficou contratada para 2022, e hoje o mercado antecipa esse movimento. Desvalorizadas desde o início do ano, o mercado antecipou em mais de um ano o suposto desastre do ano que vem. Essas empresas caem no ano: Magazine Luiza **-24%**, Via Varejo **-30%** e Americanas **-46%** (até 20/08/2021). E o que acontece com Mercado Livre? Sobe **+8%**... Por quê? Entre outras coisas, porque negocia nos EUA... afinal por lá paga-se o preço das FAANGS.



Nossa estratégia se debruça em arbitrar o crescimento do "valor econômico" da empresa. Na nossa prancheta no início do ano, percebíamos que o mercado estava errado e essas empresas estariam bem neste ano. Quando o *trade-off* de risco e retorno se tornasse menos atrativo em relação à outras posições que temos, contratadas para entregar mais resultado no próximo ano (Aeris e Hidrovias, por exemplo), poderíamos fazer um movimento de realocação. Literalmente "ganhamos e não levamos". Por que continuamos nessas empresas? O que há de atrativo nelas? Com a queda que acumulam no ano, temos um preço atrativo para companhias que cresceram e consolidaram bastante mercado nos últimos 2 anos, investiram em logística, tecnologia, promoveram seus apps etc. Elas também viverão a reabertura das suas lojas físicas. Vamos lembrar que a Magazine Luiza, por exemplo era muito mais física que digital antes da pandemia.

A sofrida Americanas *offline* foi vista e precificada como empresa de "qualidade" por muitos e muitos anos. Perde-se um impulso pandêmico de venda online e via app, e fica o hábito de compra e a onmicanalidade em companhias que aceleraram sua penetração e o crescimento dos seus mercados antecipando alguns anos a expectativa de GMV que o mercado tinha para anos à frente. Essas empresas são muito melhores hoje do que antes da pandemia. O e-commerce continuará crescendo a altas taxas nos próximos anos (bem acima do PIB). Suas vendas serão impulsionadas por alguns anos uma vez que o alto crescimento desses canais de vendas tem uma participação maior nas suas receitas do que teve no passado. No final, o que nos mantém nessas posições é a taxa composta de retorno que esperamos receber, gerada pela diferença dos seus valores econômicos de hoje e cinco anos à frente.

Grupo D: posições "contrarian" que o mercado recorrentemente, em momentos bons ou ruins, teima em não precisar: Trisul, Guararapes e Vale. No caso das duas primeiras há uma grande assimetria de informação e avaliação. Comentamos bastante sobre a Guararapes (Riachuelo e Midway) na nossa última carta. A aceleração da transformação da companhia segue em passos largos. Vimos a empresa investir pesado em tecnologia simplesmente "apertando o cinto" das

despesas operacionais. Muitas empresas "*natural born techs*" queimam caixa por anos e anos de rodadas de capitalização para isso. As coleções estão acertadas, e no meio da pandemia a empresa praticamente empata com as vendas de 2019. Teremos uma boa surpresa de volume e preço nas vendas com todos seus efeitos sobre as margens, capital de giro e geração de caixa. Um cenário de PIB favorável impulsionaria ainda mais a empresa. Nos mantemos comprados em uma grande assimetria de risco retorno, O desconto em si é tão grande, que se tivéssemos que esperar anos para que o mercado ajustasse seu preço ainda teríamos um retorno excelente.

No caso de Trisul temos outra grande arbitragem de assimetria de avaliação. Há muitas divergências entre as narrativas de precificação do setor e a realidade. Esse assunto tratado de forma objetiva pode se estender por pelo menos uma hora de conversa. Resumimos abaixo um pouco do que aprendemos, estudamos e concluímos:

- A demanda e vendas de imóveis no segmento de média e alta renda em São Paulo vêm há anos muito bem. Consideramos o segmento até mesmo sub ofertado nos últimos 2 anos.
- Houve uma "super" produção de imóveis compactos impulsionada pelo último plano diretor.
- O crédito imobiliário baterá recorde novamente esse ano.
- Os bancos têm interesse e vocação de financiar. As taxas pré e pós fixadas certamente subirão. Contudo, se olharmos para os últimos 40 anos, ainda viveremos o melhor *affordability*, dado entre a parcela do financiamento e a renda familiar (desconsiderando os juros excepcionais mais recentes).
- Os imóveis na região metropolitana de São Paulo estão historicamente baixos como "ativos reais" em um panorama mais longo.
- Cada 1% a mais de juros na taxa do financiamento equivale ao INCC que vimos nos últimos 12 meses em termos capacidade de compra do imóvel.
- A renda disponível existe. Muitas empresas como a Trisul e Eztec têm recebido antecipações de pagamento.
- Dado que uma tabela de vendas conta com um recebimento de 25 a 30% até as chaves a diferença a valor presente da velocidade de vendas durante a obra é irrelevante. Muito mais importante é o tamanho estoque performado pós entrega ou ainda o distrato.
- Assim as empresas realmente têm quase 30 meses entre o lançamento e a entrega para administrar a venda. O acerto do produto, competição nos quarteirões próximos são as variáveis mais importantes para o sucesso de um empreendimento. Essas variáveis não "saem" das planilhas financeiras dos analistas do mercado financeiro.
- A inflação de custos de materiais não deve continuar subindo como vimos no último ano. As commodities e matérias primas já começam a se acomodar.
- Se houver alguma pressão será na mão de obra. Com o desemprego no nosso país e o VGV já lançado no passado pela indústria, a mão de obra empregável em construção civil ainda tem folga.
- Como não se espera redução no custo de construção, os preços dos imóveis novos não cairão.

- Os preços dos imóveis novos têm subido e poderão continuar subindo mais lentamente. Pode haver disputa sobre esse “passo”, mas não há possibilidade de cair sem queda no custo de construção. Não há superoferta.
- Se os preços não caírem não haverá distrato como aconteceu no passado. Vejam as evidências do parque da cidade da Eztec, os preços subiram nos últimos 2 anos inviabilizando o distrato. O grande motivador dos distrato no passado foi a queda de preço.
- O percentual varia, mas empresas como a Eztec tem cerca de 80% da obra efetivamente contratada no momento do início da obra. No caso da Trisul, mais de 70% nos primeiros 60 dias. Essas duas empresas (e muitas outras) trabalham com suas construtoras próprias. Muitos empreiteiros, construtoras que orçaram obras para outras a preço fechado estão com dificuldade de entregar. Fazem reuniões e até *lives* contando suas próprias aflições. Há gente que usa esse tipo de conversa para convencer outros de que o setor está com muita dificuldade.
- Todos reconhecem que escaladas recorrentes do custo de construção podem de fato prejudicar as vendas, até porque a última coisa que uma incorporadora quer entregar é a margem bruta. Quanto menor o preço final do imóvel, desde que garanta a margem bruta, melhor para o incorporador, maior a velocidade de vendas etc.
- Um bom indicador de medo ou coragem pode ser intuído conversando com executivos experientes como os Eztec ou da Trisul. Hoje nenhuma das duas empresas acredita que perderá dinheiro nas obras em andamento e nos projetos em aprovação.
- A evolução de cada obra impacta diretamente na margem bruta corrente e na margem futura (REF). Em obras andadas em 1,5 ano que passam a receber uma inflação de custos, terão 85% da receita corrigida pela “inflação” e o custo a incorrer representa “apenas” 25% da mesma receita. De cada 100 reais de venda (VGV), 20 é o terreno, 35 é o lucro bruto e 45 é a soma de mão de obra e materiais. Uma obra é construída em 2 anos com desembolso dos 45 ao longo desse tempo. Existe uma “alavancagem de INCC”.
- As empresas viveram tempos ruins no passado, mas hoje a sua situação geral é bem diferente. No passado as empresas estavam bastante endividadas e tinham muito estoque performado e em construção.
- Hoje não há mais espaço para estouro de obra em SPEs como no passado. Na nossa humilde opinião ouve inclusive falha nas auditorias das controladoras, coisa que nunca ninguém comentou.
- Sem erros grosseiros de planejamento, empresas de primeira linha como a Trisul e a Eztec tem na ponta do lápis sua necessidade de caixa para evoluir as obras.
- A maior parte das empresas empurrou para o segundo semestre boa parte dos lançamentos deste ano.
- Se o volume lançado nesse ano ficar abaixo do *guidance* não há problema para o investidor que conhecer os projetos em aprovação e o *landbank* da companhia. Quem dita a velocidade e o produto a ser lançado é o incorporador que além de anos de experiência conhece todos os terrenos e projetos em aprovação nos entornos dos seus. As críticas do mercado serão, como sempre, muito negativas.

- As velocidades de venda têm se reduzido, mas ainda estão extremamente saudáveis. As empresas têm administrado suas preferências individuais de margem e giro, priorizando velocidade de vendas ou margem bruta. Trisul e Eztec jamais priorizariam giro.
- Para se chegar ao valor de uma incorporadora não há atalhos de valor patrimonial, preço, lucro, valor de liquidação etc. O valor dos ativos cresce à medida que se contabiliza as obras em andamento. A maior parte do valor está fora do balanço (*off balance*). O fluxo de caixa não coincide com a receita; sem curva de venda, recebimento e evolução de obras nunca se chega no caixa.
- O valor de qualquer incorporadora é a soma do fluxo de caixa dos projetos existentes que incluem aqueles em construção, em aprovação e os direitos ou valor presente líquido do "landbank opçãoado". Além dos fluxos de caixa dos ativos existentes, temos que considerar qual é o valor presente dos projetos futuros. Para um analista financeiro que precise ser compreendido em sua "abordagem de *valuation*", um preço de saída que considera o lucro como aquele recorrente dada a estabilização dos VGVs é o mínimo que se espera para os projetos futuros. Nós preferimos calcular o "NPV dos NPVs" onde podemos considerar ou estressar volumes de VGV e curvas melhores ou piores com estoques residuais também maiores ou menores.
- Por fim, mesmo sendo parte de um Fundo de ações líquido, podemos ser sócios da Trisul e dos seus 3 maiores acionistas por décadas. Temos uma grande admiração por eles. Mas tenham certeza de que se um dia vivermos uma crise "verdadeira" em 2023 ou 2024 os melhores analistas do setor vão dizer que sabiam que vivíamos em 2021 o topo do ciclo. Talvez eles nunca tenham se perguntado como tantos incorporadores fizeram fortunas atravessando todos os planos econômicos da década de 80, confisco em 92 etc.
- O mercado é mesmo o local de encontro de opiniões contrárias. Não somos fãs de incorporadoras de focadas em público de baixa renda, embora reconheçamos que existe, em diversos momentos, vantagens de margem, giro e volume de VGV em relação à média alta. Reconhecemos, por exemplo, o mérito da Direcional que conseguiu, surpreendentemente, entregar mais margem mesmo pressionada no custo. Aos cotistas do Joule Value FIA, sugerimos ouvir a [entrevista do Jorge Cury, CEO da Trisul](#).

## Mensagem final

Quase que copiando e colando o último parágrafo da nossa [carta de mar/21](#), nossa mensagem final é clara: atravessamos águas QUE MUITOS VEEM COMO turbulentas com investimentos que sobrevivem à demora da retomada econômica, JUROS E INFLAÇÃO MAIS ALTOS E PIB MAIS BAIXO. Vemos grandes "assimetrias de horizonte de investimento" que trarão retorno mais do que proporcional à "dor do carregamento" de nossas posições, QUE CONSIDERAMOS ESTAR, NO MÍNIMO, PRÓXIMO DO FIM (especialmente se o cotista nos comparar com o Ibovespa).

## Agradecemos a confiança!

## 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: +55 11 3299 2000.

Website

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