



# Carta aos Cotistas

## COVID-19

Março 2019

Prezados Cotistas,

Como gestores de recursos, passamos a maior parte do tempo pensando e repensando nossos investimentos. O ambiente macroeconômico dificilmente muda tão rapidamente quanto o mercado de ações é capaz de reverter a alta consistente em um mercado em queda abrupta. No passivo do nosso fundo de ações, dos mais de 4 mil quotistas que temos, pouco mais de 200 quotistas que nos conhecem há mais de 8 anos. A grande maioria investiu no nosso fundo de ações mais recentemente, após o ano de 2017, período onde um movimento como o dos últimos dias jamais foi visto.

Gostaríamos de compartilhar nossa visão sobre o Corona vírus e a deflagrada guerra no mercado de petróleo e seus impactos potenciais para os negócios de nossas empresas. Até onde podemos enxergar, o momento atual (dia, semana ou mês) representa uma boa oportunidade de investimento em ações para aqueles que de fato disponham de recursos de longo prazo. Para nós, longo prazo diz respeito ao recurso que não tem data para se utilizar e pode, dentro do perfil de risco individual ser alocado em ações. Não fazemos o aconselhamento financeiro sobre alocação de recursos. No entanto, temos o dever de nos comunicar de maneira clara com nossos quotistas para que todos possam tomar boas decisões.

Não encarem a “promoção” no valor das quotas do Joule Value FIA como uma oportunidade de curto prazo (“trading”), mas como uma boa janela de tempo (que não sabemos quanto durará) para comprar posições em empresas que trarão bons retornos. O mercado irá reconhecer seu valor quando a tempestade passar e o cenário de juros baixos, associados aos estímulos econômicos, que sobreviverão ao vírus, voltarem a ditar o ambiente. Todo o investimento que fazemos baseia-se em comprar e esperar. Temos muita experiência nesse processo. O tempo médio de um investimento em nossa carteira é historicamente de 4,5 anos e até hoje nunca investimos em alguma empresa sabendo quando conseguiríamos vendê-la.

Resumo das questões desta carta:

- O impacto do COVID-19 é real e maior do que a maioria das pessoas acredita. A paralisação na China conteve a propagação do vírus, mas afetou severamente a produção. Como resultado, outros países e indústrias poderão ser diretamente impactados nas suas cadeias produtivas. O governo chinês tem feito intervenções fortíssimas na tentativa de forçar uma recuperação vertical da atividade econômica. Enquanto o mundo volta suas atenções para a forma e o custo da contenção da propagação do vírus fora da China, não sabemos exatamente porque, aparentemente, o mercado descarta a possibilidade do vírus retornar para seu país de origem.

- Até o momento a histeria da população e as políticas públicas não têm colaborado para a estabilização dos mercados. À medida que o vírus se propaga, será inevitável que o problema seja tratado apenas nos casos de agravamento do quadro dos infectados. O aumento do número de infectados colabora nesse sentido.
- Se por um lado o vírus é capaz de causar uma recessão instantânea, seu efeito dificilmente será cíclico. Historicamente, as crises causadas por vírus tiveram o formato de “V”. Em todos os casos anteriores (gripe espanhola 1918, H2N2 1958, H3N2 gripe Hong Kong 1968, SARS 2002, Gripe Suína) as economias se recuperaram vertical e rapidamente após severo declínio inicial.
- Os canais de disseminação do vírus na economia são bem conhecidos. Para nós os mais perigosos são os caminhos que afetam o crédito. Até o momento não há qualquer sintoma que preocupe, nem mesmo entre os *high-yield bonds*. Obviamente os impactos não são uniformes entre as empresas. As altamente dependentes de fluxo de pessoas ou matérias primas e componentes como turismo, viagens, companhias aéreas e de transportes, shows, alimentação, indústrias de equipamentos eletrônicos são as mais sensíveis. Dentro dos setores mais afetados, a alavancagem financeira preocupa, uma vez que apesar das baixas taxas de juros de mercado, o stress de risco de crédito pode abalar as empresas mais debilitadas.
- Após a acomodação da crise, sobrarão os estímulos monetários que terão efeitos sobre a atividade econômica e o preço os ativos.
- Nossa Bolsa de Valores reflete um risco muito maior do que o percebido pelas pessoas e empresas. A crise atingiu nosso mercado em um raro momento de visibilidade do cenário macroeconômico melhor à frente com taxas de juros nas mínimas históricas, a retomada de investimentos, a perspectiva de melhora de emprego e aumento confiança entre os consumidores. Somemos ainda o alívio fiscal da reforma da previdência e a agenda de reformas previstas para este ano. Monitoramos os desencadeamentos da crise e seus impactos sobre o ambiente econômico anterior. Se o impacto for temporário (pouco importa se durar semanas ou alguns meses) poderemos ter um grande *rebound* no preço das ações que até o momento caíram significativamente mais do que o maior dano ao resultado operacional de alguns trimestres. Para nós é precipitado defender um cenário pós crise do COVID-19 em um momento de disputa política entre o legislativo e o poder executivo. Nesse ponto, ficamos surpresos como o resto do mercado com a pauta bomba aprovada na tarde desta quarta-feira em retaliação ao governo. Contudo, não temos motivos claros para mudar drasticamente nossa expectativa em relação ao cenário anterior.
- Gerimos ativamente nosso portfólio com o claro objetivo de melhorar a relação risco-retorno do Fundo. Não buscamos ações “defensivas” porque não temos viés

“*top-down*”. Nossos movimentos são diretamente relacionados aos fundamentos das empresas e as incertezas evidenciadas nas nossas análises.

- Após toda turbulência, ficaremos felizes se os nossos quotistas souberem aproveitar esse período para fazerem bons investimentos.

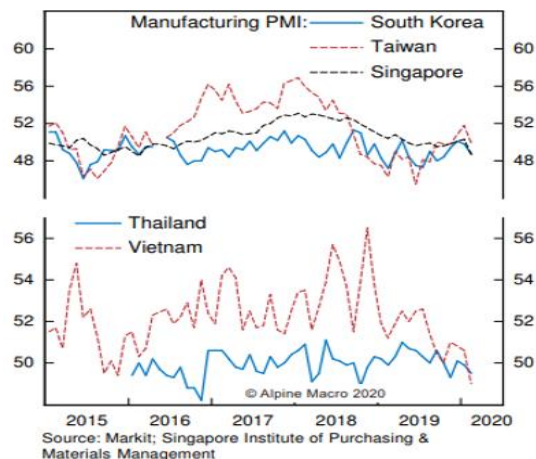
Obrigado



José Luiz de A. N. Junqueira

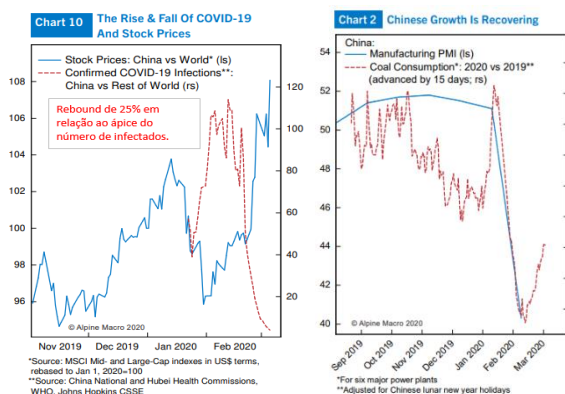
## Contexto:

Nas últimas semanas, os mercados de ações despencaram em movimentos bruscos seguidos de recuperações que não foram capazes de recuperar as quedas. Ao mesmo tempo, os governos centrais têm anunciado medidas para responder à crise em andamento. Não conseguimos de maneira objetiva determinar como a epidemia deverá se alastrar nos próximos dias ou semanas. Tão pouco está claro a extensão exata dos seus impactos sobre as economias. Vemos até o momento o COVID-19 como um choque transitório, mas monitoramos de perto as suas consequências sobre o crescimento e as políticas nas grandes economias, particularmente dos EUA e China. Esperamos que a aparente histeria passe e que todos foquem nos fundamentos.



A reação mais forte do mercado começou quando o vírus saiu da China para outros países. O medo e o pânico podem levar a uma significativa redução da produção, consumo, atividade econômica e até mesmo a dificuldades financeiras das empresas mais impactadas. A China, epicentro do COVID-19, controlou sua proliferação através de políticas de cerco e paralisações. Para o resto do mundo, essa forma de enfrentar o problema nem sempre é viável. Em países como Israel e Singapura, medidas de contenção menos restritivas tem gerado consequências menores na atividade econômica.

Países como Coreia do Sul, Taiwan, Singapura, Tailândia e Vietnam são atualmente os sensores de risco do impacto do COVID-19 sobre a atividade econômica. O termômetro é o PMI (*Purchasing Managers Index*) um indicador que antecipa o PIB. Atualmente nesses países, o problema é visível, mas muito menos catastrófico.

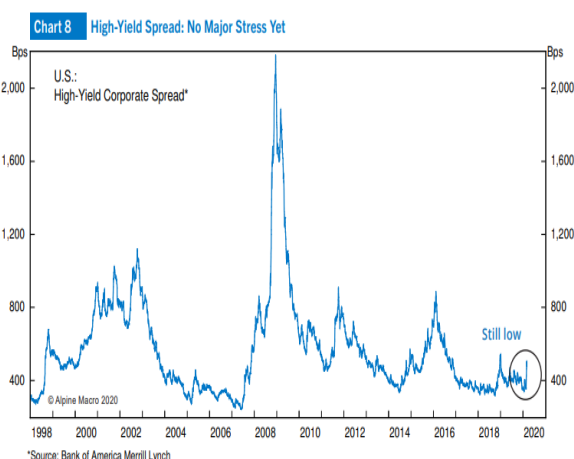


As autoridades chinesas têm sido agressivas em lidar com a crise, lançando políticas de estímulo com cortes de impostos e tarifas, atuações do banco central e afrouxamentos regulatórios. Trata-se da maior intervenção desde 2009. Os governos locais também têm lançado projetos de infraestrutura de grande escala. Hoje são 10.300 projetos patrocinados

pelo governo em 31 províncias, que devem totalizar USD 3,5 trilhões (sim trilhões USD  $3,5 \times 10^{12}$ ). Para fins de comparação, o PIB brasileiro em 2019 foi de USD 1,8 trilhão).

Muitos desses projetos se estenderão por alguns anos alavancando a economia do país. O objetivo é impulsionar a economia para que o rebote seja rápido e vertical. Esse investimento supera em cerca de 10% o total de investimentos públicos revertendo uma tendência decrescente multianual. Com o esforço do governo chinês, já há sinais claros de uma recuperação econômica ajudada por juros baixos, impostos reduzidos, fundos públicos e aumento rápido de investimentos do setor público. O mercado de ações chinês também reflete a redução dos casos de infecção, os estímulos e a inflexão econômica.

Nos EUA, o FED em um movimento tímido, mas acertado; cortou a taxa de juros em uma reunião extraordinária em 0,5%. O corte serviu, em um primeiro momento, para um ensaio de recuperação, mas em seguida o mercado passou a esperar outro corte potencialmente maior (0,75%) e outras medidas fiscais. Para acalmar os mercados financeiros a reação do governo deve ser convincente e exagerada. O movimento de correção na



última terça-feira ocorreu exatamente pela expectativa de um anúncio de política superlativa pelo governo americano. Monitoramos também de perto a liquidez do mercado de crédito. A divisão no congresso americano é atualmente a principal responsável pelo atraso em medidas fiscais. Em um ano eleitoral, conseguir grandes volumes de dinheiro não é fácil. Enquanto o governo não for capaz de reagir com a força necessária, o mercado continuará sob pressão. Atualmente a alavancagem corporativa está alta, impulsionada significativamente por programas de recompra de ações e baixo custo de capital. Cabe ao FED monitorar a liquidez de perto permitindo a alavancagem adicional dos balanços para evitar problemas ainda maiores. Pelo momento não há grande stress entre os títulos de maior risco.

Em meio ao choque de demanda causado pelo COVID-19, a Arábia Saudita decidiu iniciar uma guerra de preços com a Rússia através de um choque de aumento de oferta. Atualmente a Rússia produz mais petróleo que a Arábia Saudita, portanto não é claro quem sairia vencedor se competição seguisse por produção e preço. Há outros fatores por trás desse movimento:

- Minar ainda mais o Iran, em recessão atualmente com uma redução na produção de petróleo da ordem de 40% desde seu pico em 2018. Principal adversário regional saudita o país está em dificuldades pelas sanções americanas e impacto do COVID-19;

- Conter o investimento e produção de energia a partir do xisto nos EUA, missão que a OPEC não conseguiria conter;
- Conter a produção fora da OPEC, USA e Rússia.

A redução drástica de preços em um primeiro momento poderá reduzir o custo de transporte, beneficiando por esse lado a Europa ocidental, China, Índia e Japão. Países exportadores são prontamente afetados como Venezuela, países do Oriente Médio (Kuwait, Iraque) e Nigéria. No caso da Rússia, o impacto poderá ter reflexos fiscais (70% dos impostos são associados à indústria de óleo e gás) e consequências nas importações de produtos e serviços da Europa. Espera-se também nesse caso que os preços voltem para patamares de equilíbrio quando a pressão de produção terminar provocando uma recuperação forte no preço do óleo. O movimento de recuperação em “V” também deve ocorrer nos preços das ações de energia e nas “petro-currencies” como o dólar canadense.

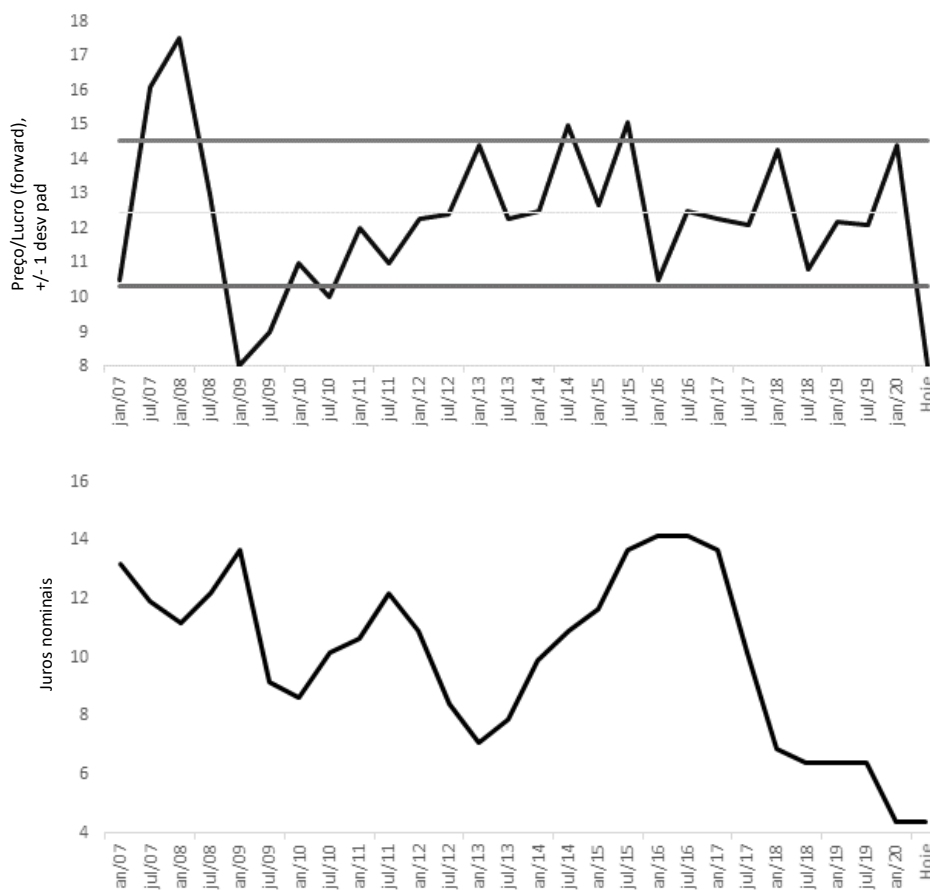
### De onde viemos para a crise atual:

Falemos um pouco sobre o passado. Por favor não entendam o futuro do pretérito utilizado no parágrafo abaixo como alguma referência à mudança de cenário. Ao contrário. Na nossa opinião a maior parte dos argumentos abaixo continua válida no contexto atual. Há dois meses o cenário traçado pelo mercado financeiro para este ano englobava os seguintes pontos:

1. Retomada econômica seria o motor do mercado de ações: apesar da alta dos últimos 4 anos, no início de 2020 havia sinais de recuperação econômica através dos investimentos e consumo, potencializados pela redução do desemprego esperado para o ano e expansão do crédito. A baixíssima taxa de juros tem o poder de desalavancar os devedores e torna viável o consumo discricionário impulsionado pela melhoria da confiança do tomador. Para 2020 a agenda pública ainda oferecia privatizações e reformas econômicas.
2. Os investidores no Brasil e estrangeiros estavam extremamente sub alocados em ações. O mercado agregado de fundos é de cerca de R\$ 5,5 trilhões. Uma migração de 10% do total para renda variável poderia injetar R\$500 bilhões no mercado. Uma boa parte desses recursos já estava nos planos dos bancos de investimento para comprar cerca de R\$ 300 Bi em *IPOS e Follow ONs*.
3. A baixa “taxa de juros real líquida de imposto” impulsiona investidores para ações. [Fazemos referência à nossa carta sobre juros real e custo de oportunidade](#). Ao mesmo tempo, a atratividade de ações nunca esteve tão alta. O “*earnings yield*” (inverso do Preço/Lucro) menos os juros de 10 anos remuneravam o investidor em 3,4% a.a. contra média histórica de 2,3%. O

investidor que aceitasse receber o mesmo prêmio (spread) que recebeu no passado poderia aceitar pagar mais de 45% a mais nessas ações dado o mesmo cenário a frente.

- Os Valuations pareciam bastante atrativos: o múltiplo Preço/Lucro de 14,4x *forward* (para 12 meses à frente). Como a média histórica de 12,3x foi desenhada sobre um período de juros muito mais altos, esse múltiplo quase nem pode ser comparado. Note que hoje (12/mar/2020) estamos em torno de 8x P/L fw; mais baixo desde jan/2009.



- Pelo efeito da alavancagem financeira e operacional, estimava-se que os lucros das empresas do Ibovespa poderiam crescer na casa de 2 dígitos altos, similar ao resultado de 2019. Esse crescimento seria muito mais dependente da atividade interna do que de exportações. Em 2020 os lucros das empresas que compõe o IBOVESPA deveriam crescer a 3,2x PIB nominal, contra uma média de 1,6x nos últimos 10 anos. Definitivamente um crescimento substancialmente maior do que a maior parte do período em que a nossa Bolsa negociou no intervalo de 10x a 14x lucro. A estimativa consolidada era de um crescimento da ordem de 18,3% de receita e 9% de lucro. O efeito combinado de crescimento de lucros e queda de taxa de desconto tem um impacto direto no índice preço lucro. Compartilhamos um exercício que fizemos em 19/12/2019 quando o



índice Ibovespa fechou pela primeira vez a 115 mil pontos. Dado um crescimento de 0,5% do retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e uma redução de 1% na taxa de desconto (Ke, custo de capital próprio) e uma expectativa de crescimento de longo prazo 0,5% maior, o valor de um ativo fictício, neste caso o Ibovespa, aumenta 27,4%. Esse exemplo relaciona o Ke, expectativa de crescimento (g) e o ROE com o índice preço lucro.

$$P/E = [ROE \cdot p - g \cdot p] / [ROE \cdot p \times (Ke \cdot p - g \cdot p)]$$

ROE	15,50%	16,00%	+0,5%
Inflação	3,50%	2,80%	
Juros Real	3,30%	3,00%	
Juros Nominal	6,80%	5,80%	
Premio de Risco	3,00%	3,00%	
Ke (Custo de Capital Próprio)	9,80%	8,80%	-1,0%
Crescimento Real	2,00%	2,50%	+0,5%
P/L Target	15,00375	19,10714	
P/L Forward	14,4	14,4	
Índice de Bolsa (19/12/2019)	115	115	
<b>IBOV</b>	<b>119,8216</b>	<b>152,5918</b>	<b>+27,4%</b>
Upside	104,19%	132,69%	

O principal componente do cenário acima é sem dúvida a baixa taxa de juros. Os impactos do COVID-19 são claramente deflacionários e colaboram para o corte e a manutenção das taxas baixas no mundo todo.

### Para onde podemos ir:

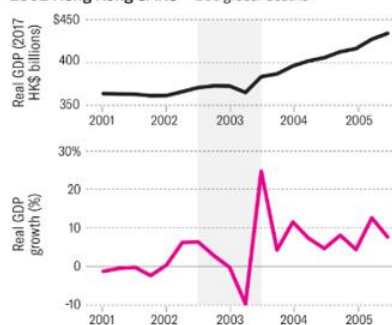
Os mercados refletem que as economias globais estão a caminho de recessão. Para contextualizar, há investidores pagando caro pelo porto seguro dos títulos longos americanos, cujos PUs subiram tanto que passaram a negociar no recorde mínimo de taxa a -116 *basis points*. Não podemos, portanto, descartar a possibilidade de uma recessão. Apesar das ações nos países desenvolvidos terem caído bastante, se analisarmos em uma trajetória mais longa, continuam em patamares altos. Apesar do mercado de ações ser um importante termômetro de recessões, nem sempre os *bear markets* são diretamente associados a períodos de recessão. Nos últimos 100 anos, apenas 2 em cada 3 períodos ursos foram associados a recessões. Para referência, ocorreram 7 períodos de mercado urso sem recessão associada. Os países têm agido de diversas formas para responder ao choque recessivo da epidemia. Espera-se que os EUA consigam responder ao choque através de cortes adicionais de juros e lance mão de programas fiscais. Esse mesmo tipo de ferramenta poderá ser adotado em diversos países sendo o tamanho dos mandatos ainda desconhecidos. Em uma possibilidade de

ação combinada como ocorreu durante a crise financeira de 2008 o mercado poderia reagir rapidamente.

Em todos os casos de epidemias anteriores, a recuperação foi em “V”. Muitos defendem a mesma tese de que uma epidemia capaz de gerar choques econômicos não tem natureza cíclica. Essa tese tem fundamento, uma vez que não necessariamente as epidemias sucedem ciclos de expansão econômica e também não regem o ambiente após o seu controle ou extinção. Notem a quanto cresciam os PIBs reais antes dos choques epidêmicos, para quanto foram durante o choque e o pico que se seguiu.

### Prior Epidemics Were All V-Shaped

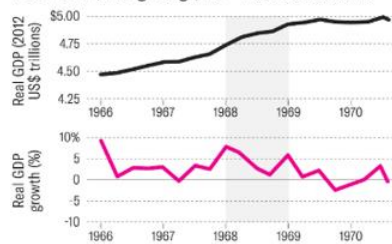
2002 Hong Kong SARS – 286 global deaths



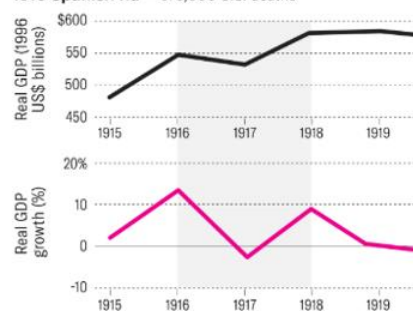
1958 H2N2 (“Asian”) flu – 116,000 U.S. deaths



1968 H3N2 (“Hong Kong”) flu – 100,000 U.S. deaths



1918 Spanish flu – 675,000 U.S. deaths



Note: Real GDP growth is quarterly except for 1918, when it's yearly.  
Source: U.S. Census Bureau, BEA, CDC, Census and Statistics

A epidemia pode ser transmitida para a economia real por diversos canais, entre eles:

- Choque pela oferta: os caminhos acima são choques de demanda, mas também há risco de transmissão pela cadeia de suprimento. A paralisação de fábricas e empresas poderá gerar rupturas de fornecimento, causando outras paralisações, férias coletivas e demissões.
- Impacto sobre o consumo: historicamente há uma correlação direta entre o índice de confiança do consumidor e o desempenho econômico nos mais diversos setores. Consumidores em casa reduzem significativamente gastos discricionários e podem tornar-se mais pessimistas com o futuro.
- Impacto negativo na receita e fluxo de caixa das empresas: empresas aéreas com menos passageiros, menor receita e altos custos operacionais; padarias fechadas na Itália tendo que pagar aluguel e funcionários. A queda na receita das empresas, de gigantes globais a pequenos comércios aumentam a necessidade de fluxo de caixa e endividamento.

- Aumento do risco de crédito: necessidade de fluxo de caixa com receitas menores sem expectativa de normalização dos mercados aumenta o risco de crédito das empresas mais impactadas dificultando e encarecendo acesso ao crédito. Desde empréstimos de capital de giro de pequenas empresas até títulos de empresas que até o momento não eram *high-yield* tornam-se arriscados.
- Efeitos sobre a confiança: o mercado financeiro tem um papel importante sobre a percepção das condições econômicas. Existe um efeito circular entre a economia e o mercado financeiro, seus movimentos impactam de forma direta a economia. A percepção de risco pelo mercado financeiro gera rapidamente consequências sobre a confiança.
- Restrição de liquidez: efeitos mencionados sobre a confiança e crédito podem reduzir a liquidez nos mercados globais e locais, reduzindo a oferta de crédito e aumentando as chances de inadimplência e falências.

Atualmente o mercado segue refletindo a expansão do número de infectados [ **$\Delta$  Valor de Mercado = f (número de infectados)**]. Diversos modelos sinalizam que um número maior de infecções. O aumento do número de pacientes pode forçar governos a adotarem políticas públicas de manter os doentes em casa levando para o tratamento em hospitais apenas os casos com sintomas graves. Se a proliferação do vírus deixar de ser associada diretamente a fechamentos e paralisações a leitura dos mercados poderá mudar rapidamente. Nesse sentido, não parece viável tentar arbitrar quando os mecanismos de política de saúde pública ou estímulo monetário irão ocorrer.

Não acreditamos que um choque causado por uma pandemia possa alterar a médio prazo a trajetória da atividade econômica. Poderemos ver uma recessão técnica e eventualmente empresas e indústrias impactadas pelo COVID-19 causando paralisações esparsas ou altas de preços de produtos específicos. À medida que o COVID-19 se espalhar esperamos ver o pânico populacional diminuir e os governos passarão a agir de forma mais natural no que se refere às alternativas de combate à sua disseminação. Ao mesmo tempo as pessoas e empresas aprenderão a conviver com o problema. Como consequência, poderemos ter uma recuperação em “V” com uma vasta gama de estímulos econômicos e taxas de juros extremamente baixas que impulsionarão os mercados de volta para um *bull market*.

No Brasil o impacto do vírus abriu espaço para o banco central cortar mais ainda a taxa de juros e, antes da pauta bomba aprovada na tarde dessa quarta-feira, não víamos qualquer indício de pressão inflacionária que pudesse colocar em xeque o cenário de juros baixos descrito acima.

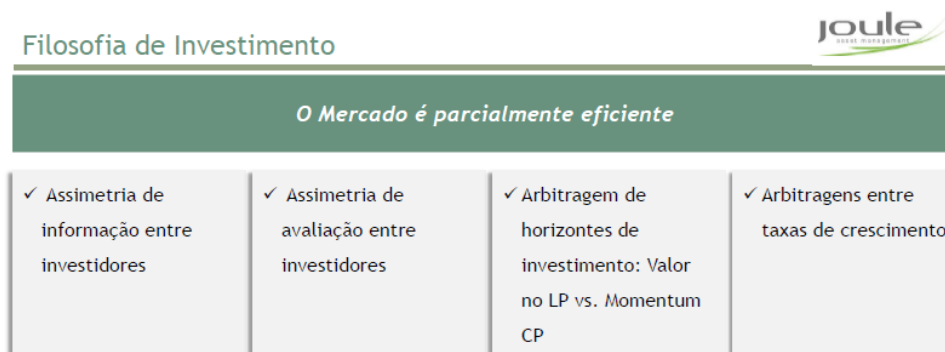
## A Estratégia do Joule Value FIA

Nossas decisões de investimentos são feitas através de um processo que vai além de uma estratégia fundamentalista. Uma abordagem investigativa que envolve a completa

compreensão das empresas, suas interações com o ambiente macroeconômico, compreensão das variáveis primitivas (que influenciam seus valores econômicos), análise do cenário competitivo e das relações com clientes e fornecedores. Esses estudos seguem um processo estruturado, que tem como objetivo final a identificação dos pontos que se conhece e controla e aqueles mais incertos que não se determinar.

Trata-se de uma filosofia de "*evidence based investing*", que associa experiência passada com informações baseadas em dados e lógica ao invés de narrativas mais superficiais normalmente feitas sobre cenários econômicos discretos. Confrontamos risco e retorno no mesmo plano. [Fazemos aqui referência a nossa carta sobre risco](#). Por essa abordagem, somos conservadores em nossas avaliações.

Com as grandes quedas na Bolsa de Valores temos avaliado algumas trocas de posição. Tratam-se de oportunidades de investimento **não** associadas à possibilidade de trading entre ações, mas de montar posições em empresas que se tornaram atrativas em termos relativos às outras que já temos. Nesse sentido, avaliamos todas as alternativas que melhoram a relação risco-retorno do nosso portfólio. Esses rebalanceamentos são normais dentro do processo de monitoramento da nossa carteira. Há 10 anos utilizamos um mesmo slide para explicar a investidores institucionais como conseguimos gerar *alpha* acima do mercado ao longo dos últimos 20 anos. (O histórico da nossa estratégia se iniciou em agosto de 2000 assunto para outra carta):



Nesse momento vemos claramente a possibilidade de gerar retorno nos valendo da arbitragem de horizontes de investimento.

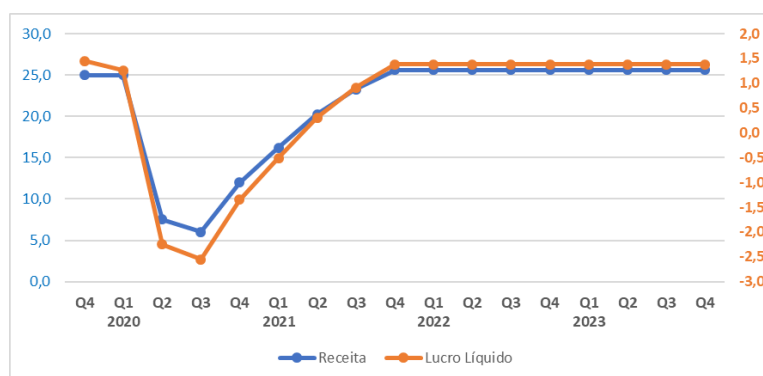
Para contextualizar qual o tamanho da oportunidade que se abriu com a grande queda do mercado e, ao mesmo tempo, sem entrar em discussão de um "*investment case*" específico, fizemos um exercício *bottom-up*. Num cenário pessimista de impacto do Corona vírus sobre os negócios das empresas a redução do seu valor econômico seria de apenas 15%. Nesse cenário, bem pior do que qualquer analista de ações ou diretor de RI estimaria nesse momento, as empresas passariam a vender no segundo e terceiro trimestre nesse ano 70% a menos que no primeiro trimestre. Em seguida, após 30 de setembro de 2020 as vendas demorariam ainda um ano para retornar ao nível de vendas observado no primeiro trimestre desse ano. Significa que, nesse estudo, as vendas seriam afetadas por um período bem mais longo que a duração da epidemia e nenhum

efeito de demanda reprimida está precificado. Calculamos o valor econômico (intrínseco) antes e depois do COVID-19 e concluímos que em um cenário como esse, 15% do valor econômico seria perdido.

Metodologia: somamos linha a linha as demonstrações de resultado todas as empresas que compõe o Índice Ibovespa excluindo as ações de bancos. Calculamos a receita, lucro bruto, despesa operacional, impostos e lucros levando em consideração que as empresas não conseguissem reduzir em nada seus custos operacionais. Novamente é bastante pessimista supor que 100% das despesas operacionais seriam fixas. A partir do modelo de Gordon (escolhemos esse modelo por ser popular e geralmente aceito) antes e depois do impacto do vírus nos negócios.

Como conclusão, comparamos as quedas na Bolsa de Valores com a destruição de valor econômico e constatamos que a queda até o momento já é muito maior que o prejuízo econômico. Notem que nada nesse exercício tem qualquer componente de *market timing*, portanto o mercado pode cair mais e por tempo indeterminado. Nosso estudo serve apenas para mostrar como investidores de longo prazo, com um mandato *long-only*, claro e responsável vê e se comporta em movimentos como esse.

	2019		2020				2021				2022				2023			
	Q4	Q1 2020	Q2	Q3	Q4	Q1 2021	Q2	Q3	Q4	Q1 2022	Q2	Q3	Q4	Q1 2023	Q2	Q3	Q4	
Receita	25,0	25,0	7,5	6,0	12,0	16,2	20,3	23,3	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	
- COGS	-17,8	-17,8	-5,3	-4,3	-8,5	-11,5	-14,4	-16,6	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2	
= Lucro Bruto	7,2	7,2	2,2	1,7	3,5	4,7	5,9	6,7	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	
- SG&A	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	
= Lucro Operacional	3,3	3,3	-1,8	-2,2	-0,5	0,7	1,9	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	
+ Resultado Financeiro	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
= LAIR	1,8	1,8	-3,2	-3,7	-1,9	-0,7	0,4	1,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Impostos	-0,4	-0,6	1,1	1,3	0,7	0,2	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- Participação de minoritários	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
= Lucro Líquido	1,4	1,3	-2,3	-2,6	-1,3	-0,5	0,3	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
Impacto acumulado no lucro		0,2	3,9	7,9	10,7	12,6	13,8	14,3	14,4									
% g QoQ	0%		-70%	-20%	100%	35%	25%	15%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	



Temos um Fundo com liquidez confortável para que possa receber aplicações e resgates sem qualquer risco. Será natural que nosso Joule Value FIA caia e suba diariamente conforme o mercado. Acreditamos que a estratégia dos quotistas deva ser

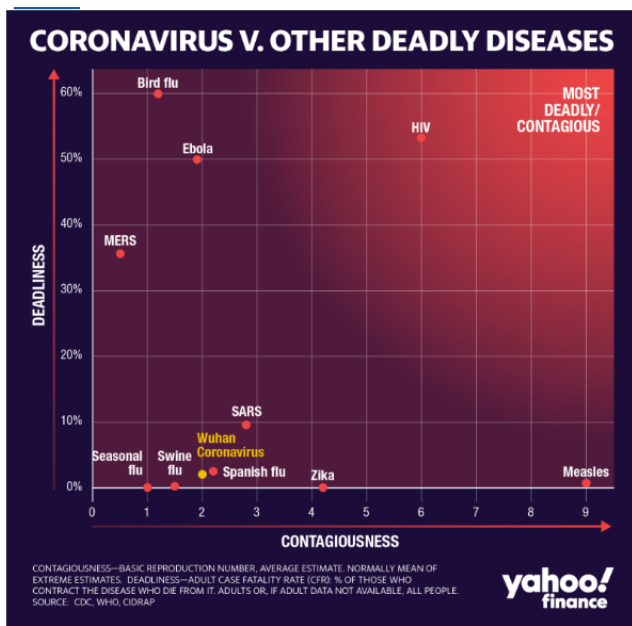
coerente com a estratégia do Fundo. Aos que comungam com a estratégia de longo prazo do Fundo, estamos em uma excelente janela para novos investimentos. Na nossa visão interna dedicada à análise das empresas, julgamos ter a maior assimetria de risco e retorno dos últimos 4 anos. Como nosso fundo é aberto, aos que se aventurarem aplicar ou resgatar em períodos mais curtos, cuidado e boa sorte!

Agradecemos a atenção e a confiança de todos!

## Apêndice:

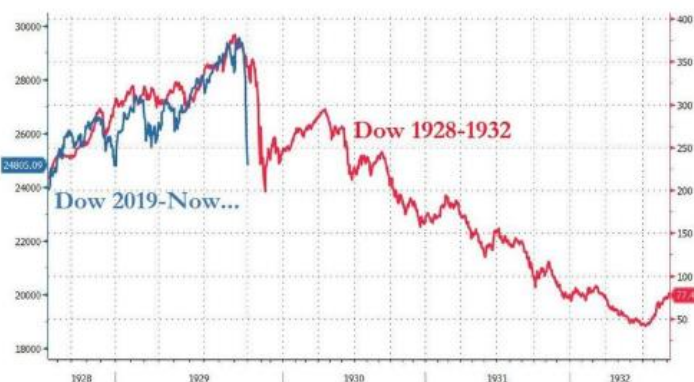
Alguns gráficos interessantes contextualizando sobre o vírus e a reação do mercado:

Capacidade de transmissão do COVID em comparação aos outros:



How the coronavirus stacks up against other deadly viral diseases.

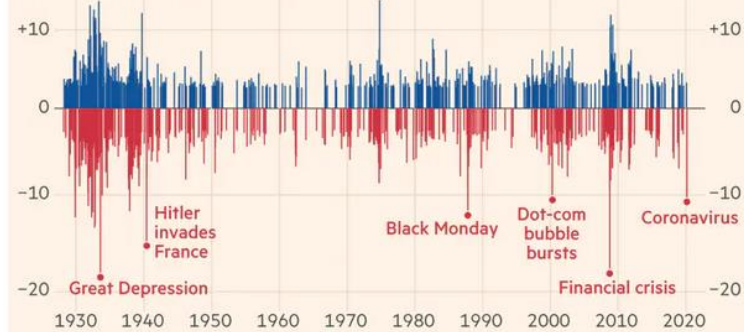
A queda do Dow Jones foi a mais rápida desde o crash de 1929



Source: Bloomberg

### How the “coronavirus crash” compares to historic market falls

Week-on-week change in S&P 500 (%)



Source: Refinitiv  
© FT

Financial Times

Importância associada a atitudes governamentais para diminuir o espalhamento do vírus

