

CARTA MENSAL DE GESTÃO

CARTA DE GESTÃO

Na carta de abril comentamos sobre o nosso otimismo sóbrio, ou seja, enxergamos uma melhora conjuntural importante na economia brasileira que tem reflexos positivos nas empresas e, conseqüentemente nos preços dos ativos. Esse é o lado positivo, todavia o ano também reserva diversas questões complexas, desdobramentos internos e externos que podem afetar os mercados.

Taxas de juros americana e nossa bolsa. Citando um deles, vimos uma forte alta nas taxas de juros das treasuries americanas. Em outras palavras, essa é uma clara aposta do mercado que a inflação irá “dar suas caras” nos EUA e isso fará com que o governo seja obrigado a aumentar as taxas de juros. Esse aumento tende a ser nocivo para mercados de ações. A conta é simples, partindo da ideia de que o preço da ação é o resultado dos dividendos que a empresa pagará no futuro, descontados por uma taxa de juros que reflita o risco e o custo do dinheiro no tempo. Mantendo-se dividendos constantes, uma maior taxa de juros reduz o valor potencial da ação. Esse é um modelo básico, mas que ajuda a explicar o porquê tal assunto ganha importância para nós.

Para nós o impacto tende a ser menos direto, mas ainda assim existente. Se os juros daquela que é considerada a taxa livre de risco (títulos de dívida americano) sobe, os demais países e mercados perceberiam um incremento da percepção de risco. A grosso modo, a taxa de desconto para ações no Brasil que leva em conta ainda o risco país e inflação, tenderia a se elevar também. E isso por sua vez, também afugentaria o investidor de apostar no Brasil.

Bonito e parece fazer sentido na teoria, mas na prática?

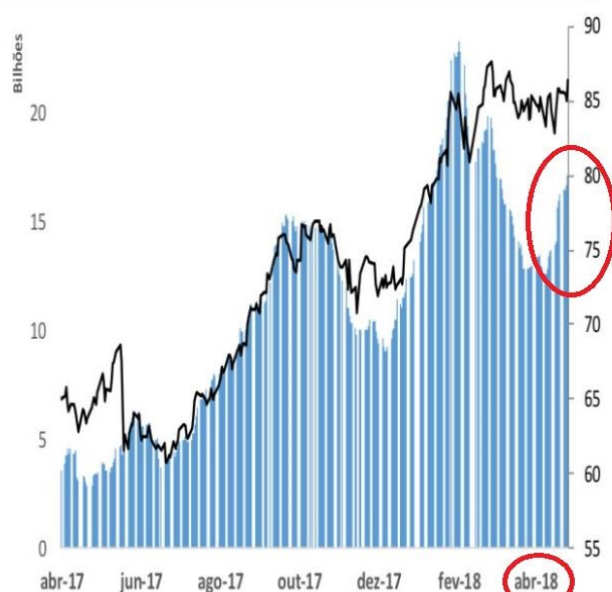
Na prática o que vimos até aqui foi um ajuste mais forte no câmbio. O dólar saltou de R\$ 3,3051 ao final de março para R\$ 3,5070 uma alta de 6,11% a maior alta desde janeiro de 2016. Quem seria o responsável? Diria que em economia as coisas nunca são totalmente descorrelacionadas e os movimentos decorrentes de uma única variável, mas podemos dizer que as treasuries que comentamos acima tem sua dose de responsabilidade.

Tal movimento de desvalorização de moedas emergentes não se restringiu ao Brasil, a Rúpia Indiana, a Lira turca, o Rublo russo todos passaram por esse movimento. No caso do Real brasileiro, o aumento de juros nos EUA com a concomitante queda de juros interna reduziu e muito o spread (a diferença de juros) entre ambos os mercados. Isso, por sua vez, torna muito menos atrativo realizar as chamadas operações de carry trade - operação na qual o investidor toma recursos emprestados em um país com baixa taxa de juros, para aplicar em um país com elevadas taxas de juros. Se num passado recente o custo de um empréstimo de longo prazo nos EUA estava em 3% e o rendimento dos títulos do governo brasileiro 14% (spread de 11%) atualmente, nos arriscaríamos a dizer que o mesmo está em algo como 2%. Isso motivou muitos investidores a desmontarem tais posições, ou seja, venderem Real e comprar dólar. Isso explica essa alta do dólar.

Mas e a bolsa? Sim ela passou por um movimento de realização saudável de lucros. O gráfico abaixo apresenta o Ibovespa em bases semanais e dolarizado (cotado em dólares como o estrangeiro vê). Da máxima atingida em janeiro de 2018, até agora, o Ibovespa acumulou queda de 10% em dólar. Mais interessante ainda é observar que tais movimentos aconteceram recentemente. Vejam que os quadrados vermelhos da figura marcam esses momentos onde o Ibovespa apresentou quedas de 10% de 2016 até hoje. Ainda mais interessante é notar que em Abril o investidor estrangeiro voltou a comprar bolsa - vide gráfico da direita abaixo. O fluxo de investimento estrangeiro direto para bolsa foi de R\$ 4,14 bilhões. Ou seja, ainda que tenhamos visto alguns indicadores não tão robustos de atividade no mês que se passou e em que pese que o cenário eleitoral continua totalmente indefinido, investidores de fora estiveram confortáveis em comprar ações. Interessante não?



Gráfico 4 – Fluxo Estrangeiro x Ibovespa



BOLSA E NOSSOS CLUBES.

Como comentamos na página anterior, os investidores estrangeiros tem apostado em ações no Brasil. Da mesma forma o fazemos. Sabendo que não vamos acertar o timing do investimento, mas buscando ser consistentes na seleção de ativos de forma a gerar retornos acima da média (benchmarking) aos nossos cotistas. Num mês onde o Ibovespa apresentou alta de 0,88%

AI VALE

O clube AiVale teve uma leve alta de 0,5% contra 0,88% do Ibovespa, resultando num diferencial de 0,38p.p. A partir desse mês, em consonância com a ciência dos cotistas, iremos realizar uma mudança sutil em sua gestão. O clube deixará de seguir estritamente a Carteira XP Dividendos para que possamos implementar uma gestão própria ainda que com o mesmo perfil, ou seja, o do foco em dividendos. Portanto, o clube passará a ter uma carteira mais semelhante a do nosso outro clube de investimento que tem foco em dividendos e que acumula alta de 12,3% no ano, o clube Blues o qual comentamos abaixo.

Em termos de performance as ações da Bradespar (BRAP4) e IRB (IRBR3) foram destaques com altas de +17% e +13% respectivamente. Ambas seguirão na carteira do clube. Na ponta negativa as ações da Ultrapar (UGPA3) surpreenderam negativamente com queda de 14,76%; apesar disso ela segue na carteira. Na página seguinte o leitor encontra a composição completa da carteira.

BLUES

O clube Blues com foco em dividendos teve uma performance muito boa nesse mês com alta de 2,23% ante alta de 0,88% do Ibovespa e queda de 1,21% do Índice de Dividendos (IDIV). Papeis importantes de nossa carteira tiveram fraca performance, casos da AES Tietê (TIET11), Alupar (ALUP11) e São Martinho (SMT03). No entanto, posições menores mas que apresentaram fortes altas ajudaram no resultado consolidado. As ações de Queiroz Galvão (QGEP3), Bradespar (BRAP4) e IRB (IRBR3) tiveram fortes altas de 28,92%, 17% e 13%.

Alterações. Ao longo do mês realizamos 3 mudanças mais significativas. Primeiramente adicionamos as ações de Ultrapar (UGPA3) que até aqui acumulam queda de 9% desde que adicionadas. O ativo se mostra bastante descontado comparado ao seus múltiplos históricos e vemos como exagerado os receios do mercado quanto a sua política de manutenção de sua rede de conveniados. Ainda assim, seguimos monitorando e temos uma posição pequena no ativo - 6% da carteira.

Após queda de 10,6% adicionamos as ações do Banco do Brasil (BBAS3) de volta a carteira. Sua fraca performance recente, especialmente comparada aos demais bancos, atrelada a um bom yield e múltiplos descontados nos fizeram retornar ao ativo. Para sua entrada retiramos as ações de Itaúunibanco (ITUB4) a qual consideramos bem precificada por ora.

Participamos do IPO (oferta pública de ações) da Hapvida (HAPV3).

MAZONI, FOLK E GROOVE

Mazoni, Folk e Groove são os três clubes que seguem uma mesma estratégia *long only* de ações, as quais vemos como as melhores opções de investimento para um perfil de clientes que gosta de ações, mas que buscam geração de patrimônio de longo prazo e que aceitam certa medida de risco.

Os 3 clubes superaram seu benchmark e encerraram o mês com boa performance. O Mazoni teve alta de 2,4% o Groove 1,8% e o Folk 1,83% (essa performance levemente diferente se explica por conta de resgates que tivemos ao longo do mês e gerou alguma descorrelação momentânea em sua carteira). Os destaques da carteira ficaram por conta das ações da Bradespar (BRAP4), IRB (IRBR3) e da Magazine Luiza com altas de 17%, 13%, 9,28%. Na ponta negativa Vulcabras (VULC3) com queda de 14,4%.

Alterações. Ao longo do mês nossa principal alteração foi a retirada das ações da Kroton (KROT3) no início do mês e a participação do IPO de Hapvida (HAPV3) a qual comentamos abaixo.

Por que participamos do IPO de Hapvida (HAPV3)

A Hapvida é a 3ª terceira maior empresa de assistência médico-hospitalar e odontológica no Brasil, e líder absoluta nas regiões Norte e Nordeste do país em número de Beneficiários, oferecendo planos corporativos e individuais de assistência médico-hospitalar principalmente nas regiões Norte e Nordeste e de assistência odontológica em todo território nacional.

Em suma 5 motivos nos atraíram a participar da oferta: (i) empresa opera no setor de saúde o qual consideramos muito promissor e com várias oportunidades de crescimento para os próximos anos; (ii) a empresa se mostrou bastante lucrativa, com margens e retornos elevados nos últimos anos, tornando-a uma forte candidata a consolidadora natural num setor ainda fragmentado; (iii) empresa não possui dívida e após a oferta contara com um robusto caixa de ~R\$ 2 bilhões; (iv) a oferta foi essencialmente primária o que reduz o risco do não alinhamento com o management e donos da empresa, os quais seguem com elevada participação na mesma...além de suas ações serem negociadas no Novo Mercado o que garante uma boa governança; (v) consideramos o preço ao que foi avaliada a empresa interessante face as oportunidades de crescimento e característica do ativo. Não obstante, até aqui (cerca de 1 semana de negociação) suas ações apresentam alta de mais de 17%, o que mostra que até aqui acertamos.

PERFORMANCE E COMPOSIÇÃO

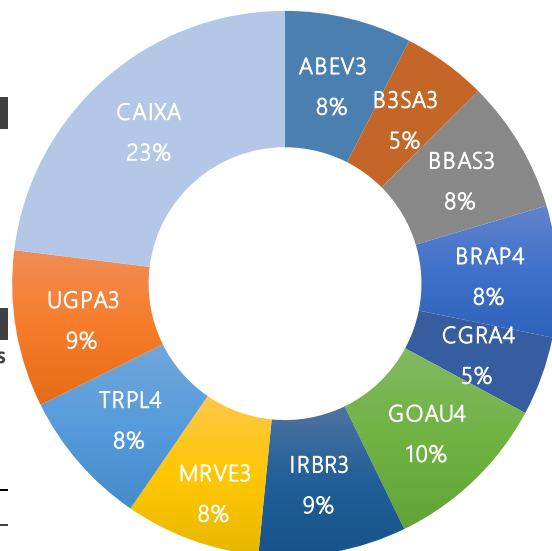
AIVALE

| RENTABILIDADE MÊS | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | out/17 | nov/17 | dez/17 | jan/18 | fev/18 | mar/18 | abr/18 |
| CLUBE AIVALE PLUS | 0,22% | -1,67% | 3,16% | 6,18% | -0,35% | -0,43% | 0,39% |
| IBOVESPA | 0,02% | -3,15% | 6,16% | 11,14% | 0,52% | 0,01% | 0,88% |
| Diferença do Benchmark | 0,20% | 1,48% | -3,00% | -4,96% | -0,87% | -0,44% | -0,49% |
| CDI | 0,65% | 0,57% | 0,54% | 0,56% | 0,47% | 0,53% | 0,52% |

| RENTABILIDADE ANO | | | | | | | |
|--------------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|----------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 12 meses |
| CLUBE AIVALE PLUS ¹ | 0,28% | 0,94% | -6,21% | 26,18% | 21,14% | 5,77% | 15,48% |
| IBOVESPA | 2,88% | -2,91% | -13,31% | 38,94% | 26,86% | 12,71% | 31,67% |
| Diferença do Benchmark | -2,59% | 3,85% | 7,10% | -12,75% | -5,71% | -6,94% | -16,19% |
| CDI | 0,45% | 10,77% | 13,18% | 14,00% | 9,93% | 2,12% | 8,10% |

¹ A variação percentual de 2013, refere-se a data de início do clube: 11/12/2013.

Clube AiVale



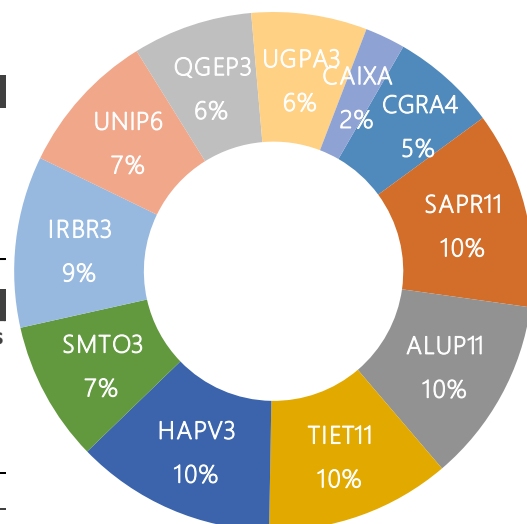
BLUES

| RENTABILIDADE MÊS | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | dez/17 | jan/18 | fev/18 | mar/18 | abr/18 |
| CLUBE BLUES ¹ | 3,73% | 7,26% | -2,15% | 4,66% | 2,23% |
| IBOVESPA ¹ | 6,16% | 11,14% | 0,52% | 0,01% | 0,88% |
| Diferença do Benchmark | -2,42% | -3,88% | -2,67% | 4,65% | 1,35% |
| CDI ¹ | 0,54% | 0,56% | 0,47% | 0,53% | 0,52% |

| RENTABILIDADE ANO | | | |
|--------------------------|--------|--------|----------|
| | 2017 | 2018 | 12 meses |
| CLUBE BLUES ¹ | 0,37% | 12,29% | 12,70% |
| IBOVESPA ¹ | 5,89% | 12,71% | 19,36% |
| Diferença do Benchmark | -5,52% | -0,42% | -6,65% |
| CDI ¹ | 2,28% | 2,12% | 4,51% |

¹ A variação percentual de 2017, refere-se a data de início do clube: 05/09/2017.

Clube Blues



CLUBES VALOR GESTORA:

Valor de Aplicação Inicial: R\$ 10.000,00

Valor Mínimo de Movimentação: R\$ 500,00

Saldo Mínimo de Permanência: R\$ 2.000,00

PERFORMANCE E COMPOSIÇÃO

MAZONI

RENTABILIDADE MÊS

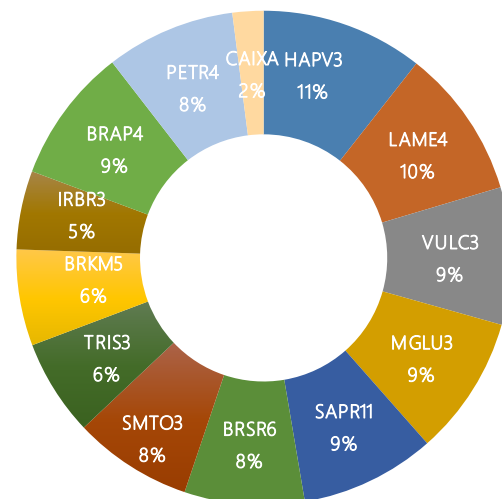
| | out/17 | nov/17 | dez/17 | jan/18 | fev/18 | mar/18 | abr/18 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CLUBE MAZONI | 0,38% | -1,95% | 8,69% | 9,13% | 0,82% | 1,73% | 2,40% |
| IBOVESPA | 0,02% | -3,15% | 6,16% | 11,14% | 0,52% | 0,01% | 0,88% |
| Diferença do Benchmark | 0,36% | 1,20% | 2,53% | -2,00% | 0,30% | 1,71% | 1,52% |
| CDI | 0,65% | 0,57% | 0,54% | 0,56% | 0,47% | 0,53% | 0,52% |

RENTABILIDADE ANO

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 12 meses |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|
| CLUBE MAZONI | 6,84% | -14,05% | 2,36% | 20,58% | 33,19% | 14,61% | 44,74% |
| IBOVESPA | 8,08% | -2,91% | -13,31% | 38,94% | 26,86% | 12,71% | 31,67% |
| Diferença do Benchmark | -1,24% | -11,14% | 15,68% | -18,35% | 6,33% | 1,90% | 13,07% |
| CDI | 4,03% | 10,77% | 13,18% | 14,00% | 9,93% | 2,12% | 8,10% |

1 A variação percentual de 2013, refere-se a data de início do clube: 18/07/2013.

Clube Mazoni



FOLK

RENTABILIDADE MÊS

| | out/17 | nov/17 | dez/17 | jan/18 | fev/18 | mar/18 | abr/18 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CLUBE FOLK | 0,44% | -1,89% | 8,66% | 9,46% | 0,86% | 1,51% | 1,83% |
| IBOVESPA | 0,02% | -3,15% | 6,16% | 11,14% | 0,52% | 0,01% | 0,88% |
| Diferença do Benchmark | 0,42% | 1,26% | 2,50% | -1,67% | 0,34% | 1,50% | 0,95% |
| CDI | 0,65% | 0,57% | 0,54% | 0,56% | 0,47% | 0,53% | 0,52% |

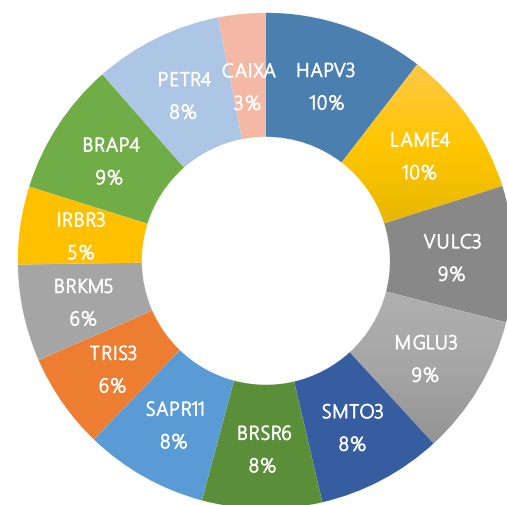
1 A variação percentual de Fevereiro, refere-se a data de início do clube: 17/02/2017.

RENTABILIDADE ANO

| | 2017 | 2018 | 12 meses |
|------------------------|--------|--------|----------|
| CLUBE FOLK | 20,35% | 14,12% | 43,73% |
| IBOVESPA | 12,77% | 12,71% | 31,67% |
| Diferença do Benchmark | 7,58% | 1,41% | 12,06% |
| CDI | 9,93% | 2,12% | 8,10% |

1 A variação percentual de 2017, refere-se a data de início do clube: 17/02/2017.

Clube Folk



GROOVE

RENTABILIDADE MÊS

| | fev/18 | mar/18 | abr/18 |
|---------------------------|--------|--------|--------|
| CLUBE GROOVE ¹ | 0,35% | 1,56% | 1,79% |
| IBOVESPA ¹ | 0,52% | 0,01% | 0,88% |
| Diferença do Benchmark | -0,17% | 1,55% | 0,91% |
| CDI ¹ | 0,34% | 0,53% | 0,52% |

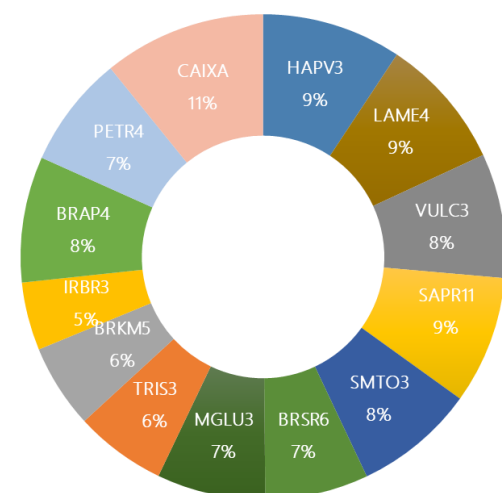
1 A variação percentual de Janeiro, refere-se a data de início do clube: 11/01/2018.

RENTABILIDADE ANO

| | 2018 | 12 meses |
|---------------------------|--------|----------|
| CLUBE GROOVE ¹ | 12,11% | 12,11% |
| IBOVESPA ¹ | 8,51% | 8,51% |
| Diferença do Benchmark | 3,61% | 3,61% |
| CDI ¹ | 1,87% | 1,87% |

1 A variação percentual de 2018, refere-se a data de início do clube: 11/01/2018.

Clube Groove





Valor Gestora de Recursos

Vitória | ES:
Rua Aleixo Netto, 1702 | 1º andar | Praia do Canto
Fone: (27) 3019-5005

www.valorgestora.com.br