



Carta n° 9  
DEX FIC FIA  
Setembro 2023

## **Carta – Comentários de Agosto / 2023**

Nesta carta fazemos uma rápida discussão de atribuição de performance e comentários inspirados por alguns eventos do mês de agosto. Boa leitura!

### **Performance do Mês**

O DEX FIC FIA apresentou -8.6% de performance no mês de agosto 2023 e +4.6% no ano. Para referência, o Ibovespa apresentou -5.1% e +5.5% de performance para o mês e ano, respectivamente. Em termos de contribuição (bruta) de performance no mês, os maiores detratores foram Supermercados (-1.7%), Serviços de Saúde (-1.6%) e Vestuário (-1.5%), enquanto Locação de Veículos contribuiu positivamente.

### **PAC 3, Infraestrutura e Oportunidades**

Em agosto tivemos o lançamento do Plano de Aceleração do Crescimento em sua terceira versão, o PAC 3, com indicações de volumes de investimentos superlativos e um papel do Estado majoritariamente como indutor do crescimento.

Como todo projeto, o crítico é a execução. Mais do que discutir o potencial sucesso do PAC 3, gostaríamos de argumentar que podemos ter um cenário bastante favorável para investimentos em infraestrutura, com impactos potencialmente significativos na economia como um todo.

#### *A demanda*

A demanda por infraestrutura parece evidente. Há sempre o que se melhorar em particular num país com as necessidades de melhoria de condições sociais e de produtividade como o Brasil. Além das tradicionais necessidades de saneamento e mobilidade urbana, temos, por exemplo, uma transição energética por fazer.

Um dos aspectos mais interessantes de se fazer análise de empresas é a evidência das oportunidades de investimento expressas nos planos de CAPEX das companhias. De certa forma, acompanhar “quem faz” é um contraponto de otimismo num noticiário que insiste em quase somente apontar problemas.

Estamos falando da transformação de dejetos animais em gás para geradores e motores, painéis solares em caminhões gerando economias de baterias e combustível, expansão dos atacarejos que trazem economias e eficiência de sortimento para os clientes, construção de hospitais, e muitas outras iniciativas.

### *Algumas Pré-condições*

Como muito comentado, o bom arcabouço regulatório e a estabilidade de contratos são fundamentais. Com regras que façam sentido econômico e que sejam estáveis, o jogo pode ser jogado em escala. Neste quesito acreditamos que o país tem excelente precedente no setor elétrico. De certa forma, basta adaptar as regras às condições específicas de cada projeto, mas não é necessário reinventar a roda. Na definição de um bom arcabouço jurídico temos talvez a principal função do Estado. Como exemplificado pelo Desenrola e PIX comentados na última carta, o Estado tem uma enorme capacidade de focar a atenção da sociedade em certas questões e simultaneamente ser parte no desenho de soluções.

Uma segunda pré-condição seria a disponibilidade de capital. Aqui há dois aspectos principais:

- Potencial menor custo de capital: não só iniciamos o ciclo de queda de juros, como as expectativas de inflação pelo relatório Focus estão em torno de 3.5% para 2025 e 2026. E aprovou-se o Arcabouço Fiscal e temos uma Reforma Tributária em discussão. Embora tenhamos que aguardar os resultados finais, a institucionalidade da discussão nos deixa otimistas que provavelmente teremos um regime fiscal melhor do que o anterior. A priori, um país que discute suas restrições orçamentárias de maneira organizada sugere um prêmio de risco menor, com juros básicos mais moderados;
- Um mercado financeiro pujante. Ao longo dos últimos anos o mercado financeiro se sofisticou e ampliou a oferta de produtos e participantes. Houve crescimento expressivo em fundos dedicados a *private equity*, infraestrutura, crédito privado; fundos imobiliários; FIDCS; instrumentos incentivados; bônus sustentáveis etc. Hoje o investidor conta com várias alternativas de investimento com impacto direto na atividade econômica, um salto quantitativo e qualitativo em relação a simplesmente financiar o governo. Se o projeto “para de pé”, as instituições financeiras cuidam de fazer o seu papel clássico de intermediar poupadores e tomadores de recursos. Com maior demanda por bons instrumentos financeiros, o *spread* de crédito cai, e junto com a queda de juros primários, o efeito total no custo do crédito pode ser significativo. E claro, muitos investidores podem ser sócios dos projetos de infraestrutura, como em fundos de participações (FIPs), por exemplo.

### *Implicações para a carteira*

Apesar do nosso otimismo (contido) com o potencial dos investimentos em infraestrutura, não alteramos a nossa exposição agregada, nem mesmo em papéis individuais, com o advento do PAC 3. Como citado, todo projeto tem que ser executado e ainda estamos na etapa de carta de intenções.

Adicionalmente, já temos posições relevantes em bancos com significativa atividade em *Investment Banking* (IB), e achamos que, quaisquer que sejam os setores envolvidos, provavelmente todos terão que usar o mercado financeiro para levantar recursos em volumes e condições atraentes. Assim, nosso otimismo reforça a nossa tese nesses bancos, mas não a ponto de sugerir alterações de tamanho de posição.

Isso dito, se o PAC for bem executado, ou se os projetos de infraestrutura forem bem executados independentes do PAC, as implicações para a carteira poderão ser significativas, com desdobramentos

no nível de emprego, PIB, finanças públicas e risco país. Nossa pesquisa *bottom-up* seria utilizada para a identificação de empresas com maiores assimetrias de risco / retorno, e dado que os ganhos seriam espalhados em vários setores, poderíamos ter a situação ideal de ampliar a exposição agregada por conta da qualidade das oportunidades em empresas individuais, com adequada diversificação, e não apenas por considerações *top-down*.

### **Curto Prazo x Longo Prazo**

Como o longo prazo é uma sequência de curto-razos, a calibragem entre as expectativas dos próximos 2 trimestres e dos próximos 5 anos nem sempre é fácil. A discussão anterior é um exemplo de cenário potencial muito favorável, cujo execução tem que ser acompanhada.

O valor das ações é determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa descontados por uma taxa de juros apropriada. A simplicidade para nessa frase. A estimativa do valor de uma ação envolve cálculos probabilísticos subjetivos de cenários contingentes. E essa nova frase sugere que tal estimativa é um tanto incerta e sujeita a revisões frequentes. É comum termos mais da metade do valor de uma empresa condicionado ao que irá ocorrer a partir de 10 anos.

Essa dificuldade de equilibrar o curto prazo com o longo prazo pode gerar oportunidades de investimento. Acreditamos que esse seja o caso com Intelbras (INTB3) e Vamos (VAMO3). As empresas estão em setores distintos. A INTB3 produz equipamentos de segurança (câmeras, controle de acesso), telecomunicação e energia (nobreaks, fontes, equipamento fotovoltaico). A VAMO3 é a maior empresa no segmento de aluguel de caminhões. Em comum, ambas fornecem aos seus clientes equipamentos para melhorar a produtividade / custos dos próprios clientes, conferindo a esses uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes.

Ambas as empresas tiveram antecipações de demanda significativas em seus negócios em 2022. A INTB3, foi beneficiada pela corrida para instalação de painéis solares por conta da iminente redução de incentivos regulatórios. Já a VAMO3 foi beneficiada pela mudança do padrão de caminhões de sistema Euro 5 para Euro 6, que é significativamente mais caro. No primeiro semestre do ano as vendas dessas empresas foram mais modestas (e provavelmente também serão no segundo semestre).

No caso de INTB3, a empresa seguiu bem com suas outras linhas de negócio e teve expansão de margens já que o segmento solar era o de menor margem. Embora reconhecemos que o "mercado" enfatiza muito o crescimento do segmento solar, o nosso entendimento da empresa é que ela acompanha o canal de instaladores aonde o canal for, e foi assim que a empresa se envolveu com painéis solares residenciais. E, embora haja dúvidas sobre o tamanho do mercado de geração distribuída residencial após a mudança da regulação, achamos que esse é um mercado permanente e que teremos uma competição menor, mais racional, com maior valor dado à marca e qualidade de serviços.

Já a VAMO3 teve uma redução de demanda no seu principal segmento de negócio e tal queda se refletiu na venda de caminhões no mercado como um todo, não foi um problema específico da VAMO3 (nesse aspecto, idem para a INTB3). No entanto, achamos extremamente improvável que a venda de caminhões continue deprimida por muito tempo. A economia continua crescendo com destaque para o agro, um segmento onde a VAMO3 tem relevante exposição. E em tese, o preço mais alto do caminhão estimula a

adoção do aluguel em detrimento da compra, dado o maior dispêndio. E ainda mais importante, vemos o negócio de aluguel de caminhões com um potencial significativo de crescimento, num mercado altamente fragmentado.

Até a próxima!



A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO, INCLUSIVE, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.