



HARPIA
ASSET MANAGEMENT

Carta da Gestão

04/03/2024

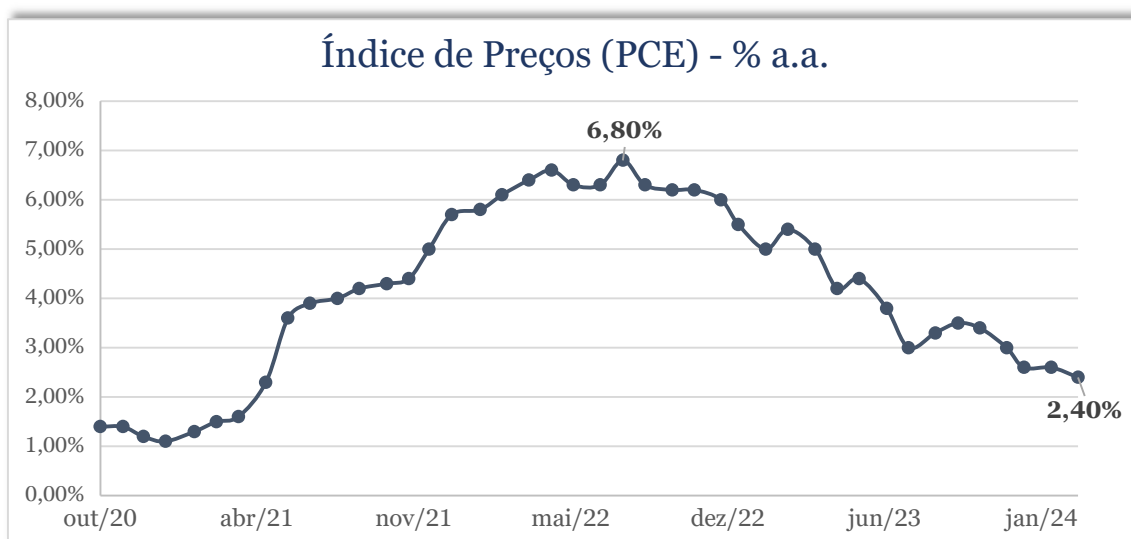
Prezados cotistas,

O mês de fevereiro foi marcado por volatilidade moderada nos mercados. No cenário externo observamos: (i) especulações sobre quando será o início de um novo ciclo de afrouxamento monetário (redução de juros) pelo FED e (ii) a delicada situação do mercado imobiliário chinês aliada a uma nova dinâmica de deflação e menores crescimentos da segunda maior economia do mundo. Internamente, a declaração de Prates, presidente da Petrobras – que representa aproximadamente 13% do índice Ibovespa – sobre uma possível redução da distribuição de dividendos da companhia, impactou negativamente as ações do papel, o que impediu o índice de uma alta mais expressiva. Discussões sobre reoneração da folha de pagamentos também geraram certa volatilidade. Ademais, o mês foi marcado pelo início da temporada de resultados corporativos do 4º trimestre de 2023. Resumo posto, a carteira Harpia subiu 5,0% no mês, contra 1,0% do índice Ibovespa e 0,5% do índice de small caps (smll11).

A seguir, entraremos em maiores detalhes sobre os acontecimentos do mês.

Contexto Externo

A temática predominante do mês foi a postergação das expectativas dos agentes de mercado sobre o início do ciclo de corte de juros pelo FED. Os dados do CPI de janeiro contra dezembro indicaram que o número cheio subiu 0,3%, com núcleo apresentando alta de 0,4%, creditado ao aumento de 0,6% nos custos de moradia. Já o recém-divulgado PCE, indicador preferido do FED, que agrega maior quantidade de dados, apontou para um aumento de 0,3% no mês (2,4% anuais), contra 2,8% do núcleo do índice. Em paralelo, o payroll, indicador de nível de aquecimento do mercado de trabalho, indicou estabilidade na taxa de desemprego, em atuais 3,7%.



Para nosso longo horizonte de investimento, pouco importam indicadores pontuais, porém continuamos a observar uma tendência de desaceleração gradual da economia americana e tendência de convergência do CPI e PCE à meta, com melhoras dos números frente aos mesmos períodos de 2023. Ainda acreditamos que este cenário é benéfico ao mercado acionário brasileiro, pois:

- (i) Se o Banco Central Americano optar por segurar as taxas curtas por mais tempo, isso significa uma convergência da inflação futura mais rápida à meta, possível desaceleração mais acentuada da economia e como consequência uma redução futura subsequente dos juros de maior intensidade, possivelmente associada a um QE. O risco de um hard landing seria apenas durante uma aguda e curta janela, pois já sabemos o modo de atuação do FED, que neste cenário injetaria liquidez subsequente na economia. Seria um momento perfeito para aumento de exposição às ações com diminuição de preços médios.
- (ii) Ou, caso o FED opte por iniciar o ciclo de redução mais cedo e da maneira gradual a que vem se propondo, a economia provavelmente desacelerará com menos vigor, as taxas de crescimento de lucros corporativas futuras tenderão a ser maiores e com juros terminais ligeiramente maiores. Neste cenário, a intensidade do ciclo seria menor, mas sem um choque agudo no meio do caminho. O risco aqui seria uma redução de juros muito acelerada, que possibilitasse repique subsequente na inflação. Mas dadas as demonstrações de preocupação e capacidade de leitura de hard data que as instituições têm hoje, acreditamos que esse risco seja baixo.

De qualquer modo, o fed fund rate americano na faixa de 5,25% a 5,50% a.a. vem se mostrando gradualmente eficaz.

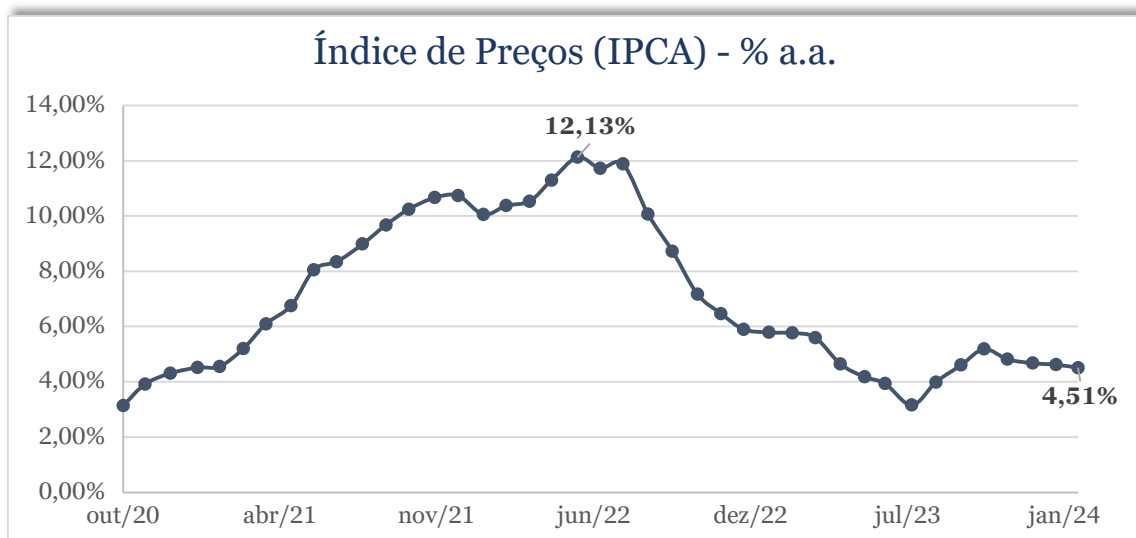
Na Europa, a economia vem desacelerando de maneira mais acentuada, com mercado de trabalho menos apertado e inflação também convergindo à meta. Ou seja, o momento também nos indica uma inflexão de política econômica em algum momento neste ano.

A China, por sua vez, vem apresentando deflação. O CPI por lá contraiu 0,8%, com uma mais acentuada deflação ao produtor, de 2,5%. O mercado imobiliário vem mostrando sinais de fraqueza e, mesmo neste cenário, o PIB vem crescendo a taxas próximas a 5,0% ao ano. O modelo econômico chinês é baseado em investimentos em detrimento de consumo, o que abre um espaço ainda maior para mais estímulos por parte do Banco Central chinês.

Contexto Interno

Hoje vemos uma situação peculiar no Brasil. Os níveis de preço de empresas de menor capitalização apresentam descontos históricos frente ao Ibovespa. A Selic,

mesmo em tendência de queda, em 11,25% ao ano, ainda está em níveis bastante contracionistas. Cruzando a taxa contra as expectativas de inflação futura para 2024 e 2025, praticamente ancoradas no centro da meta, temos juros reais no Brasil entre 7,25% e 7,75%. A dimensão destes valores ainda parece muito elevada levando-se em conta os dados que apontam tendência efetiva de convergência da inflação à meta. Em janeiro, a inflação ficou em 0,42%, contra 0,53% em janeiro de 2023. Essa redução parece pouco, mas se essa queda de 20% ano contra ano se mantiver, é bem capaz de terminarmos o ano com IPCA ao redor de 3,5%.



Ainda tivemos a divulgação dos resultados fiscais de janeiro. A União apresentou superávit de R\$79,3 bilhões de reais, terceiro melhor resultado da série histórica corrigida pelo IPCA. Mesmo com a tendência de expansão fiscal do atual governo, vemos o risco de explosão da dívida como cada vez menos provável. Apesar de sermos céticos quanto à capacidade desta administração em entregar superávits, no relativo, o Brasil está menos endividado que média mundial. Ademais, nossas reservas de US\$353 bilhões, ajudam a sustentar a dívida líquida em patamares mais saudáveis.

Apesar de não utilizarmos previsões macroeconômicas como inputs para stock picking, também não somos alheios à realidade. Para nós importa extrair desta dinâmica a informação sobre em que provável parte do ciclo econômico estamos. A partir daí, decidimos de maneira conjunta aos fatores microeconômicos e corporativos como descontos de valuations de nossas empresas e suas respectivas margens de segurança, qual será o nível de caixa mantido pelo fundo, ou analogamente, o nível de exposição da carteira. Não levamos em consideração bravatas políticas ou ruídos que não impactem as operações de nossas empresas investidas.

Ambiente Corporativo e Conclusão

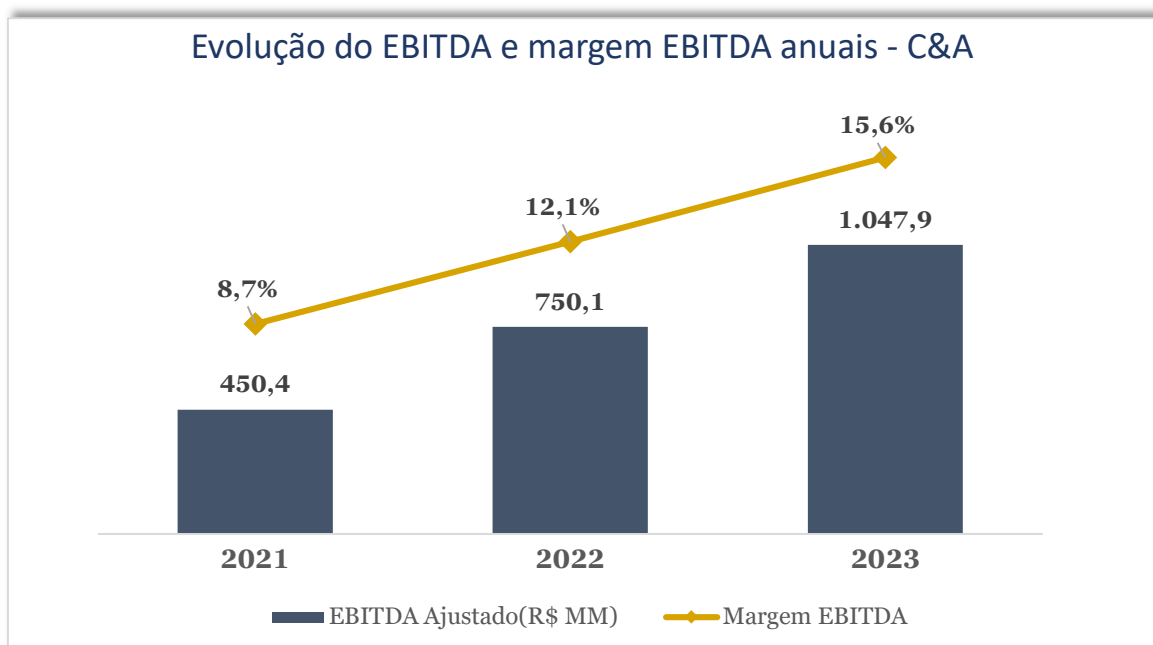
O mês de fevereiro deu início à temporada de resultados corporativos referentes ao 4º trimestre de 2023. Com isso, pudemos monitorar a evolução dos números de uma porção de investidas, alterando apenas uma posição durante o período.

A Irani, empresa de embalagens de papel divulgou seus resultados no dia 23 de fevereiro, os quais não foram tão ruins quanto a primeira imagem aparentou. A empresa apresentou lucro líquido de R\$7,1 milhões no trimestre valor 91,7% menor do que o lucro de R\$86 milhões do mesmo período do ano anterior. Porém, boa parte dessa redução não veio da operação em si, mas sim de ajustes que não tem efeito caixa e origem direta na operação. Houve provisão de impairment de aproximados R\$28 milhões de reais e redução da marcação a mercado de seus ativos biológicos, devido a um aumento de 0,5% na taxa de desconto dos fluxos estimados com suas florestas. Sem estes efeitos, o lucro teria sido de algo mais próximo de R\$61 milhões de reais. Já estávamos liquidando a posição de Irani desde o 2º trimestre de 2023 e terminamos de zerá-la neste resultado, porém não devido à esta piora pontual, que acreditamos que não vá se manter.

A fundamentação por trás da realização desta posição tem mais a ver com a maturação da tese e o patamar de resultados normalizados que acreditamos que a companhia consiga sustentar após a conclusão do projeto Gaia. Mesmo com ganhos de sinergia e possíveis reduções de custo e melhora de margem, a dinâmica competitiva está substancialmente mais acirrada, diminuindo poder de barganha da empresa frente a seus clientes e fornecedores, com potencial redução do spread entre aparas e embalagens. Isso deverá limitar o potencial das melhorias operacionais da empresa.

Assim, acreditamos que a empresa deverá passar a gerar fluxos de caixa positivos de algo em torno de R\$100 milhões, com lucros de R\$150 milhões ano. Os números não são ruins, mas dado o atual market cap da empresa, de R\$2,1 bilhões, estimamos um Cash Yield de 4,7% e Earnings Yield de 7,0%. Segundo nossas estimativas, num cenário otimista, estes números poderiam subir para até 6,0% e 10,0%, respectivamente. Mesmo assim, acreditamos que não haja mais margem de segurança suficiente para nossa permanência no papel, acreditando que a empresa deva ter seu valor justo num range de R\$10 a R\$12 por ação. De todo modo, foi um ótimo investimento. Carregamos uma boa posição na companhia desde 26/08/2020, aonde o preço do ativo estava em R\$4,74 por ação. Nosso preço médio de compra foi de R\$5,42, com preço médio de venda próximo a R\$9,00. Obtivemos um retorno de 66% na posição em 40 meses, ou seja, 16,4% anualizados. Dado o perfil de risco retorno da companhia, achamos um ótimo número.

Ainda sobre resultados, obtivemos os dados de CEA, o qual foi bastante sólido. O atual planejamento estratégico da empresa tem foco em uma melhor alocação de capital e implementação de seu modelo próprio de fast fashion e push & pull, ainda implementado em uma baixa parcela de lojas. Houve melhora difundida por todos os indicadores ano contra ano, com destaque ao EBITDA anual, alcançando R\$1,05 bilhão e a melhora da estrutura de capital da empresa, com redução de endividamento líquido em 26% e alongamento do perfil da dívida. Temos internamente para este papel um preço médio de compra de R\$3,72 e inicialmente montamos uma posição pequena, de 3,5% do portfólio. À época, a empresa negociava a uma relação de Price/Sales de 0,16x. A empresa alcançou uma posição intermediária por valorização do ativo, que hoje encontra-se a R\$9,60. Segundo nossos modelos, acreditamos que a empresa consiga alcançar por volta de R\$1,5 bilhão de EBITDA ao ano. Considerando o atual EV (Enterprise Value) de R\$3,8 bilhões, isso nos daria um múltiplo de 2,3x EV/EBITDA, bastante atrativo. Continuamos a monitorar a tese, mas acreditamos que ainda haja margem de segurança suficiente para permanecermos comprados, principalmente observando o impacto que a redução do volume e do custo da dívida terá nas despesas financeiras da empresa.



Apesar de ainda não ter divulgado resultado, a Vulcabrás finalmente divulgou suas verdadeiras intenções com seu Follow-on realizado a R\$18,50. A princípio o movimento foi esquisito, pois acreditamos que o papel valha muito mais. Porém, recentemente o CEO Pedro Bartelle, deixou explícito em entrevista que a empresa vem analisando novas marcas para adicionar ao atual portfólio, composto por Olimpikus, Under Armour e Mizuno. Ainda é muito cedo para inferências, mas dado o histórico recente de alocação de capital da empresa, temos bastante confiança que a decisão da empresa foi, neste sentido, acertada.

Em geral, através de dados preliminares disponibilizados pelo BTG e pela ANBIMA, o fluxo para equities no mês de fevereiro foi positivo frente a janeiro. Mesmo assim, ainda observamos que o nível de alocação da indústria de fundos em ações, contando com o segmento de FIAs e FIMs, está historicamente abaixo da média, apontando para algo em torno de 10,0%. A média é de 12,5% de acordo com os parâmetros utilizados. Ou seja, dado contexto de valuations atrativos e inflexão do ciclo de juros, acreditamos que os recentes movimentos de alta observados no mercado ainda sejam apenas o início de um bull market. A atual indústria tem um valor de aproximadamente R\$6,5 trilhões. Caso voltemos à média histórica de 12,5% de alocação em Equities/Total AUM, teremos um excesso de demanda de R\$162 bilhões no mercado. Por estes motivos ainda acreditamos que seja uma boa hora para realização de preços médios de compras.

Hoje o Harpia Value Investing conta com um caixa de aproximadamente 6,0% do PL. Optamos por manter o caixa em patamares ao redor desta faixa de 5,0% por duas razões: (i) apesar de enxergamos um cenário benigno, sempre existem incertezas, portanto em caso de volatilidade extrema podemos utilizar de nosso caixa para melhorar nossos preços médios, e (ii) novas oportunidades podem surgir, logo é sempre bom manter certo nível de caixa para possibilitar novas aquisições.

Como sempre, agradecemos a confiança, desejamos a todos bons investimentos e nos colocamos à disposição para esclarecimentos.

Equipe Harpia,

Felipe Freiria | felipe.freiria@harpia-asset.com | (11) 99631-7424

Marcelo Messias | marcelo.messias@harpia-asset.com | (11) 99109-1580

