



VALUATION

# Relatório de Alocação de Ativos

Dezembro, 2019

## ELABORADO POR

*Bruno Perry Barbosa*

*Kamilla Menezes Avelar*

*Rhawan Souza Neves*

## Review Setorial

Por Rodrigo Souza

Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), em outubro, os indicadores de atividade e de emprego na indústria da construção chegaram ao maior patamar dos últimos sete anos. O índice de nível de atividade do setor alcançou 49,9 pontos no mês, valor registrado no fim de 2012. Com relação ao índice de empregados do setor, o valor ficou em 48,5 pontos, também maior número registrado desde 2012. Em Minas, o cenário também não é diferente, de acordo com dados divulgados em novembro pelo Sindicato da Indústria da Construção Civil no Estado de Minas Gerais (Sinduscon-MG) e Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais (Fiemg), o índice de atividade no setor registou 52,3 pontos em setembro, nível mais elevado em sete anos. Esses dados consolidam o cenário com a tendência de crescimento.

Em relação ao setor automotivo, o mercado interno ajudou mais uma vez a obtenção de bons resultados, sendo registrado em outubro o melhor resultado para o setor desde 2014. Segundo dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), saíram das linhas de montagem cerca de 263,3 mil carros, comerciais leves, caminhões e ônibus, em outubro, volume 17,8% superior ao de setembro e cerca de 5,2% maior que o produzido no mesmo período do ano anterior.

O mercado de seguros no país também tem sido visto com otimismo. Segundo o presidente da Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNseg), é previsto que até fim do ano haja um crescimento entre 6,3% e 8,4%. Esse otimismo advém principalmente da aprovação de reformas estruturais e microeconômicas. Além disso, o setor já tem apresentado bons resultados. Houve registro de crescimento de 18,6% no mês de setembro em comparação com o mesmo período do ano anterior. O maior destaque do segmento é o segmento de seguros de vida, que apresentou crescimento de 12,6% com relação a 2018.

Por fim, no que tange ao comércio, o indicador de movimento do comércio, que analisa o desempenho das vendas no varejo do país, subiu cerca de 0,3% em outubro na avaliação mensal dessazonalizada, segundo dados da Boa Vista SCPC. No acumulado de 12 meses, o indicador subiu 3,1%. O desempenho mostra que, mesmo havendo resultados positivos, esse crescimento ainda segue em marcha lenta.

## Reviw Macroeconômico

Por Vinícius Viegas

Tendo em vista que a carteira é composta majoritariamente por ações, é importante ter em mente que se trata de investimentos de longo prazo e, portanto, estão sujeitos às oscilações do setor em que atuam e na economia como um todo. Qualquer investimento de longo prazo considera que o futuro é melhor que o presente e, neste caso, a seleção das empresas gira em torno de um futuro com melhora do consumo privado e do investimento. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), estas duas variáveis serão responsáveis por puxar a alta do PIB no ano de 2020, o que levanta a possibilidade de investimento em empresas do ramo varejista, justamente por ser o primeiro setor a ser afetado pela recuperação da economia e da confiança do consumidor. Outro setor que tem mostrado sinais de recuperação é o da construção civil. De acordo com o relatório da Confederação Nacional da Indústria (CNI) o setor atingiu o melhor resultado desde 2015 com o índice de atividade saltando de 44 em janeiro para 49,9 em outubro, impulsionado pela alta no Índice de Confiança da Construção realizado pela FGV e pelas sucessivas reduções na taxa de juros.

A taxa de crescimento do PIB esperada para o final de 2019 é de 0,9%. Estima-se efeitos positivos advindos principalmente da política de saque do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) que tem gerado um maior consumo para as famílias e, em um grau inferior, do ciclo de redução dos juros. Contudo, os efeitos negativos do cenário externo reforçam as evidências de uma recuperação ainda em ritmo devagar. Existe uma previsão de aceleração do crescimento econômico do país para 2020, na casa de 2,1%. Projeta-se um ritmo mais acelerado na redução da taxa de juros, em conformidade com as comunicações realizadas pelo Banco Central do Brasil (BCB), que indicam uma tendência nesse sentido, dada a conjuntura favorável.

A flexibilização da política monetária vai ao encontro do significativo grau de ociosidade da economia brasileira. Existem duas condições fundamentais para a ratificação do ciclo de diminuição da taxa de juros: inflação esperada inferior à meta e hiato do produto negativo. Nesse contexto, é importante levar em consideração que a redução da meta de inflação nos próximos anos reduz a folga na inflação esperada, o que poderia explicar uma possível reversão no atual ciclo de expansão monetária no final de 2020.

Outro ponto positivo dos cortes constantes da taxa de juros é que investimentos em renda fixa estão ficando cada vez menos atraentes. Nesse contexto, o investimento em ações aparece como uma boa saída, um investimento com risco, porém com a possibilidade de ganhos significativamente maiores. Dessa forma, o mercado acionário como um todo tende a se valorizar e os preços dos ativos subirem.

## Objetivo da carteira

A carteira tem como objetivo obter lucro no longo prazo, através de investimentos em ações, FIIs e renda fixa como reserva de oportunidade, a fim de realizar a compra de ações e FIIs em momento de queda na bolsa, com foco no potencial de geração de valor das empresas.

Utilizaremos como benchmark 2 principais índices: o IBrX 100, composto pelos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade da B3, devido à nossa alta exposição a empresas, além do CDI a fim de traçar um paralelo com rendimentos em renda fixa.

No mês de novembro, a carteira CMC obteve um resultado positivo de 1,62% no mês, frente à performance de 0,97% do IBrX-100 e 0,95% do Ibovespa. O CDI neste mês apresentou uma rentabilidade de 0,38%.

Para o mês de dezembro, estamos acrescentando maior peso nas ações da Petrobras (PETR4) entre outros rebalanceamentos nos ativos, mantendo a proporção de 92% em renda variável (sendo estas, 82% ações e 10% em FIIs), e 8% em renda fixa.

## Pontos principais

### Renda Variável

Para dezembro, optamos pela retirada de nossa participação na EzTec e Porto Seguro. Apesar de continuarmos pensando em ambas como boas empresas, o motivo da retirada da carteira foi o preço de suas ações, sendo considerado pela equipe levemente elevado em relação aos seus fundamentos no momento.

A EzTec é uma das principais construtoras do país, e possui uma posição de caixa muito sólida para crescer nos próximos anos. Porém, a atuais 2,84x P/VP (preço em relação ao patrimônio líquido) e ROE (retorno sobre o patrimônio) de 20% no período em que o setor imobiliário estava em seu melhor momento, enxergamos que todo o crescimento mais otimista da empresa já está precificado. Assim, optamos pela retirada da empresa, acumulando um ganho de 100,56% na mesma desde que ela entrou na carteira.

Já a Porto Seguro está sendo negociada a atuais 2,40x P/VP, e apresenta ROE de 17,4%. Além disso, a taxa de juros do Brasil se encontra no nível mais baixo da história, o que afeta fortemente a empresa, já que quase 100% de seu caixa deve ser aplicado a CDI. Com isso, acreditamos que a empresa já não se encontra em níveis acessíveis e, além disso, foi adicionado recentemente ao nosso portfólio as ações do Itaú (ITUB3) e BTG Pactual (BPAC11), dos quais acreditamos que possuem um maior crescimento potencial. Desde a entrada na carteira, as ações da Porto Seguro tiveram uma valorização de 13,23%.

### BTG Pactual (BPAC11):

O BTG Pactual apresentou um sólido balanço no 3T19, registrando captação recorde na linha de negócios de Wealth Management de R\$ 8,6 bilhões no trimestre, acumulando R\$ 158,3 bilhões. Além de recorde no volume de AuM e AuA, atingindo R\$ 253,9 bilhões, e recorde no volume de captação em um único trimestre, atingindo R\$ 18,7 bilhões de captação.

Além disso, o setor de Investment Banking teve recorde de receita em um trimestre, atingindo R\$ 281 milhões. E uma contínua expansão da carteira de crédito, totalizando R\$ 49,4 bilhões ante R\$ 32,8 bilhões no mesmo período do ano passado, representando um aumento de 50,60%, e um crescimento de 13,30% ante o trimestre anterior.

Como resultado final, a receita líquida do Banco apresentou crescimento de 74,02% contra o mesmo período do ano passado, atingindo R\$ 2,184 bilhões, e o lucro líquido do trimestral atingiu R\$ 1 bilhão, com crescimento de 71,16% em relação a 2019. Além disso, continuamos otimistas com o crescimento do Banco, principalmente no segmento BTG Pactual Digital, que engloba a área de varejo do Banco, e dos AAIs, que enxergamos ser um dos pilares para o crescimento futuro do Banco.

### Enauta (ENAT3):

Como destaque dos resultados, a empresa apresentou um aumento da receita líquida de 43% em relação ao trimestre anterior, chegando a R\$ 316,2 milhões no trimestre, além de R\$ 188,3 milhões de EBITDAX, representando uma alta de 60% em relação ao 2T19, e lucro líquido de R\$ 41,9 milhões, representando uma

diminuição de -25% em relação ao último trimestre.

No Campo de Atlanta, a manutenção necessária foi feita, e durante o trimestre a produção chegou aos 30 mil barris de óleo dia, que representa o limite de produção do FPSO. Com isso, a empresa estuda expandir a produção para um sistema definitivo, podendo chegar a uma produção de 50 a 70 mil barris por dia até o final de 2022. Vale destacar que a produção de óleo no trimestre deve aumentar para o 4T19, pois o Campo de Atlanta passou a atuar em sua capacidade máxima apenas durante o meio de setembro.

Além disso, o custo médio da extração do óleo vem caindo, estando atualmente em US\$ 16,50, queda de 40% frente ao trimestre passado, e o valor de venda do barril relação ao Brent vem melhorando, assim ajudando a expandir as margens da empresa.

Com isso, permanecemos com visão positiva para a produção nos próximos anos da empresa, e de sua geração de caixa. Além disso, a empresa ainda tem US\$ 144,5 milhões a receber da venda do Bloco BM-S-8, que devem ser pagos até o final de 2020, o que deve impulsionar o dividendo pago de 2020.

### Tegma (TGMA3):

Como destaque inicial, a empresa reconheceu um crédito tributário referente ao direito de exclusão do ICMS da base de PIS/COFINS, tendo um impacto positivo em seu resultado de R\$ 55,3 milhões.

Indo para o seu resultado recorrente, a empresa teve um crescimento de sua receita líquida de 2,9%, tendo seu Market share em 25,7%, apresentando uma queda de 0,2 p.p. Desconsiderando os efeitos não recorrentes, o lucro líquido foi de R\$ 36,9 milhões, apresentando uma alta de 18,8% frente ao 3T18.

Como destaque negativo, as exportações de veículos caíram 20% do 3T19, porém, essa queda já começa a ser menos forte, se comparada a queda nas exportações de 41% no 1S19.

Continuamos com nossa perspectiva positiva para a empresa, que com a retomada da economia, deve haver uma cada vez maior venda de carros zeros no país.

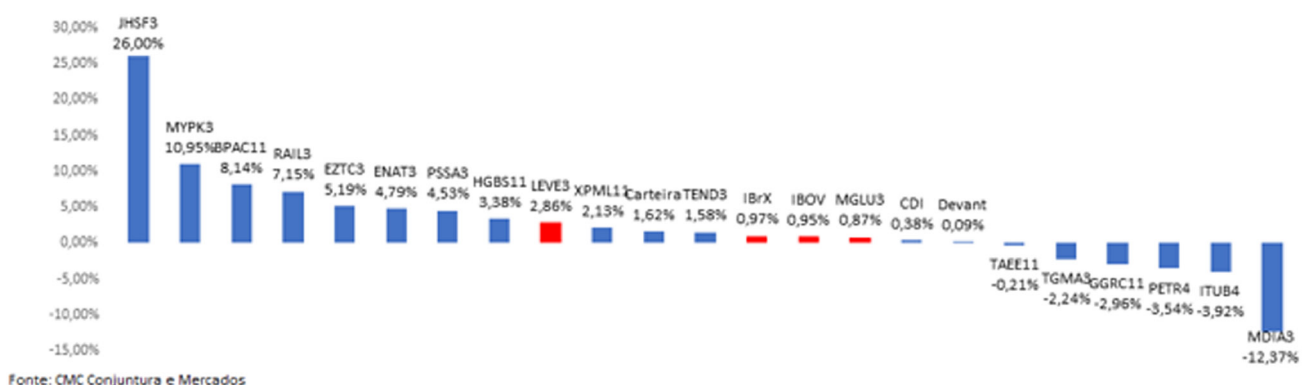
### Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs)

A posição nos FIIs da carteira se manteve estável. Dado seu menor percentual de volatilidade em relação às ações, e dado o resultado positivo obtido pelos mesmos no mês de novembro, com destaque para o HGBS11, focado no setor de shopping centers, que obteve um resultado positivo de 3,38% no mês. A exposição nos fundos é mantida, visto a solidez nos fundamentos dos três fundos da carteira.

### Renda fixa

A posição em renda fixa neste mês continua sendo mantida no fundo Devant Solidus Cash, que possui rentabilidade meta de 108% do CDI e liquidez D+0, o que permite saques a praticamente qualquer momento que seja necessário para aumento de posição em algum ativo. Seu objetivo continua sendo reserva de oportunidade para a carteira em bons momentos de compra de ativos na Bolsa.

### Performance por ação



Fonte: CMC Conjuntura e Mercados



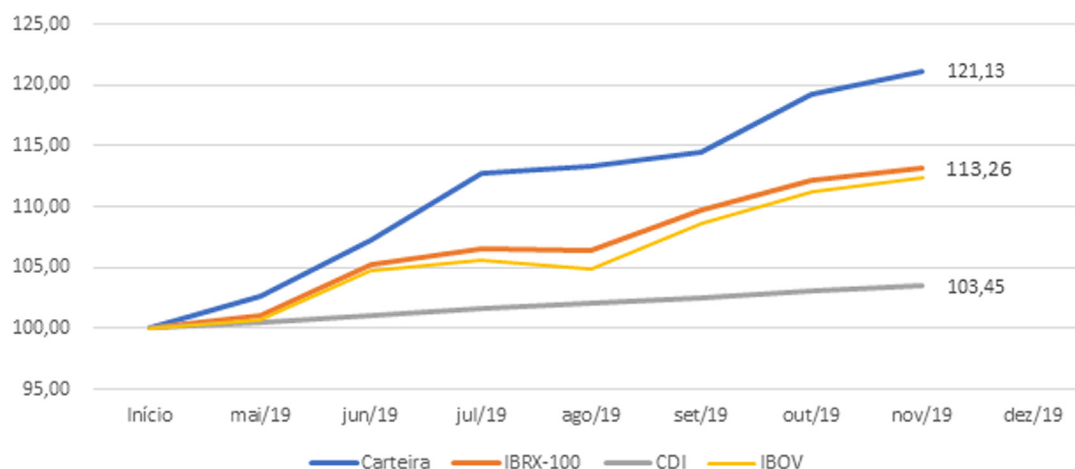
## Carteira recomendada mensal

Dezembro				
	Empresa	Setor	Ticker	Peso
Ações	Taesa	Energia Elétrica	TAEE11	8,00%
	Itaú Unibanco	Financeiro	ITUB4	8,00%
	BTG Pactual	Financeiro	BPAC11	8,00%
	M. Dias Branco	Alimentos	MDIA3	7,00%
	Tenda	Construção Civil	TEND3	7,00%
	Iochpe-Maxion	Material Rodoviário	MYPK3	7,00%
	Rumo Logística	Logística	RAIL3	7,00%
	Enauta	Óleo e Gás	ENAT3	7,00%
	Petrobras	Óleo e Gás	PETR4	6,00%
	Tegma	Logística	TGMA3	6,00%
	Magazine Luiza	Varejo	MGLU3	5,00%
	MAHLE-Metal Leve	Material Rodoviário	LEVE3	3,00%
	JHSF Participações	Construção Civil	JHSF3	3,00%
FIIs			XPML11	2,50%
			HGBS11	2,50%
			GGRC11	5,00%
Renda Fixa	Devant Solidus Cash			8,00%

Fonte: CMC Conjuntura e Mercados

## Performance histórica

Em novembro, nossa carteira performou 1,62%, contra 0,97% do IBRX-100, 0,95% do Ibovespa e 0,38% do CDI.



Fonte: CMC Conjuntura e Mercados

## Disclaimer

- Este texto se caracteriza unicamente como opinião e estudo próprio dos autores, assim não sendo um relatório de recomendação de compra ou venda de ativos. A CMC-Valuation não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo leitor com base em nossa opinião.
- Este texto é destinado à circulação exclusiva no site [cmcufff.com.br](http://cmcufff.com.br). Fica proibida sua reprodução em qualquer meio de comunicação, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso do Conjuntura e Mercados Consultoria-CMC.
- A Conjuntura e mercados Consultoria se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste texto, pois se trata de um texto apenas de opinião própria, assim não se configurando como recomendação de compra ou venda de ativos.