

Prezado cotista,

2017 foi um ano de transição, assim como acreditamos será o ano de 2018. Este biênio será lembrado, pelos historiadores, como o período dos ajustes, de colocar as contas em ordem, de devolver ao Brasil as condições mínimas para que possamos almejar um futuro melhor para os jovens de hoje.

Ao longo do ano passado, foi aprovada a PEC do teto dos gastos, introduzindo o que pode ser considerado o principal instrumento para a obtenção do equilíbrio fiscal de nossa história. Foi aprovada a reforma trabalhista e que promete reduzir muito os riscos relacionados às relações entre trabalhadores e empresas, flexibilizando diversas regras em favor da livre negociação entre as partes.

A governança nas empresas estatais melhorou. A principal empresa, a Petrobras, saiu de uma situação limítrofe para outra bem mais confortável, num período recorde de tempo. Vendeu ativos como o gasoduto NTS, o Bloco BM-S-8, na Bacia de Santos, conhecido como Carcará e parte das ações da BR distribuidora, reduzindo seu endividamento em mais de 15%, além de adotar práticas de mercado para a determinação dos preços dos combustíveis. A Eletrobrás é a próxima da lista. Já iniciou uma forte redução em seu quadro de funcionários e preparou seu Estatuto para melhores práticas de governança, adaptando-se à Lei das Estatais. Deve vender as distribuidoras deficitárias e outros ativos secundários e focar nas atividades de geração e transmissão. 2018 promete ser um ano decisivo para o futuro desta empresa.

Foi criada a TLP, em substituição a TJLP e que passará a vigorar em 2018. A nova taxa de juros de Longo Prazo terá como base a variação do IPCA mais os juros reais obtido através das NTN-Bs de cinco anos, refletindo melhor o custo de captação do tesouro. Com essa substituição, os financiamentos subsidiados pela sociedade às “empresas amigas” tiveram seus dias contados. A política monetária será muito mais eficiente, com as mesmas

“doses do remédio”. E falando em Política Monetária, o BC pôde fazer seu trabalho, longe das interferências e ingerências políticas. Com isso, encerramos o ano de 2017 com a menor taxa SELIC da história, em 7% e com a inflação abaixo do piso da meta. Mais importante, as expectativas do mercado para os próximos dois anos seguem comportadas e abaixo da meta.

2017 marcou também a retomada no emprego, ainda tímida e da atividade econômica, com destaque para o segmento industrial. O Produto crescerá mais do que era esperado, provavelmente perto de 1%. E as expectativas para 2018 melhoraram. Já podemos considerar um crescimento econômico entre 2,5% e 3%.

E o que faltou em 2017?

Dentre as reformas principais, faltou a importante Reforma de Previdência, empurrada para o início de 2018, no curto período entre o Carnaval e o início da Campanha Eleitoral. Essa reforma é fundamental para que possa haver o cumprimento das metas fiscais e respeito ao teto dos gastos. O governo Temer garante que ela será sua prioridade máxima e que não economizará esforços para aprová-la.

Destacamos que o atraso na aprovação desta reforma pode ser creditado na conta do ex-Procurador Geral da República, Rodrigo Janot. Ele optou por extrapolar de suas atribuições constitucionais e fazer seu “justiçamento” contra o presidente da República. Ele e seus funcionários, em conluio com o empresário Joesley Batista, resolveram incriminar o presidente através de uma gravação. Como se não bastasse, o ex-PGR resolveu faltar suas denúncias contra o presidente, visando desgastar sua imagem ao máximo, contando com a superexposição negativa nos telejornais e periódicos do país. Não conseguiu derrubar o presidente, mas conseguiu levar sua popularidade aos menores níveis da história, além de atrasar a importantíssima pauta de reformas, atrasando a vida dos brasileiros ainda mais.

Sobrou Lava-Jato. Passamos o ano assistindo aos desdobramentos desta importante operação de combate

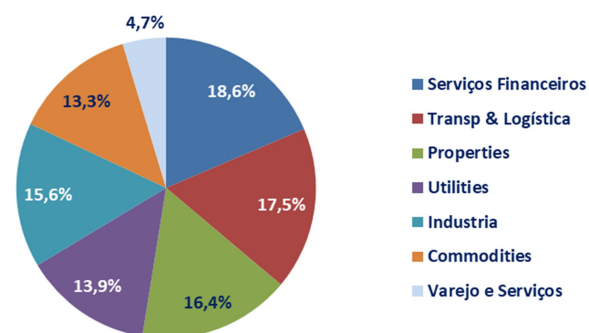
à corrupção. Apesar de algumas lambanças, como a do ex-Procurador Geral da República, o trabalho sério de juízes como Sérgio Moro contribuiu para que empresários corruptos pagassem por parte de seus crimes. A operação deve ser coroada com a condenação do chefe da quadrilha, o ex-presidente da República, Lula. O TRF-4 marcou para final de janeiro o julgamento que pode condenar Lula em segunda instância, inabilitando-o para concorrer à presidência em 2018, de acordo com a Lei de Ficha Limpa.

Já antecipamos que o ano de 2018 será aberto com estes dois eventos decisivos. O primeiro, reduzindo o risco eleitoral à medida que exclui da disputa o candidato que ameaça retroceder com as reformas feitas desde que Temer assumiu a presidência e o segundo, reduzindo o risco de desequilíbrios fiscais ao longo dos próximos anos.

Uma vez superados estes desafios, o ano será marcado pela recuperação da economia, que voltará a crescer de forma mais consistente e pelo processo eleitoral, onde ainda é prematuro antever quais serão os candidatos com reais chances de vitória. O que sabemos é que pode haver uma frente governista e que capitalize para si os excelentes resultados obtidos pelo governo no campo da economia e que dispute com algum candidato de fora dos principais partidos. A popularidade de Temer saiu de 3% para 6% nas últimas pesquisas. Ainda precisa melhorar muito para que ele possa se anunciar como este nome ou fazer com que seu apoio tenha maior valor. O atual ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, é outra opção para esta frente governista e, o atual governador de São Paulo, Geraldo Alckmin, também seria um forte nome para compor com estas forças, mas para isso ele precisaria antes acalmar a ala do tucanato conhecida por “cabeças pretas”. Opondo-se a estes nomes concorre pela direita o deputado Jair Bolsonaro, ainda sem definindo por qual partido e pela esquerda sobraria a ex-petista Marina Silva e o histriônico Ciro Gomes. Há chances de que a disputa seja conturbada, mas com o debate econômico deslocado para o campo da ortodoxia, o que

poderia ajudar a manter a volatilidade abaixo do padrão histórico.

O mês de dezembro foi positivo, recuperando as perdas de novembro. Os destaques do mês ficaram novamente por conta das ações da Locamérica, com alta de 23,6%, e das ações da Embraer, com alta de 29,6%.



Alocação Setorial - GTI Dimona Brasil FIA

A Locamerica anunciou a compra da Unidas, convertendo-se na segunda maior empresa do setor, atrás apenas da Localiza. Escreveremos futuramente sobre as potencialidades deste negócio, mas podemos adiantar que a nova empresa permanece com grande desconto em seus múltiplos, em relação a Localiza. Acreditamos que tão logo fique mais claro o potencial de sinergias oriundo da combinação dos negócios, o desconto ente as empresas deve se reduzir substancialmente. Ambas as empresas terão margens operacionais parecidas em cada um dos seus principais segmentos (RAC, Frota e Seminovos), assim como terão praticamente os mesmo custos para financiar suas operações através de dívida. Também acreditamos que a Locamérica fará uma grande operação no mercado de capitais para dar maior liquidez as suas ações, através da venda de participação de fundos de “private equity”, hoje compartilhando o controle da empresa. Após este evento, será a dinâmica de crescimento das empresas a principal determinante do desconto entre as ações. A Locamerica tem demonstrado boa capacidade para absorver novas empresas e adaptá-la à sua plataforma de negócios. Em função disso, somos otimistas

tas com a velocidade de integração entre as empresas e a volta para o crescimento orgânico.

Já a Embraer anunciou que está em estudo algum tipo de associação comercial com a Boeing. A Embraer vive sua transição entre o sucesso da família de aeronaves E-jets e o lançamento da nova família de jatos E2, cujas entregas serão iniciadas ainda em 2018. Nesse momento, ainda há desconfiança do mercado quanto ao sucesso comercial futuro e as ações da empresa estavam sendo negociadas na faixa de 10 vezes seu lucro. A Boeing vale hoje USD 175 bi e gera de caixa operacional quase USD 12 bi por ano ou quase três vezes o valor que a Embraer estava sendo negociada em mercado. O governo brasileiro possui uma Golden Share e deve dificultar uma venda de controle da empresa para a Boeing, alegando interesse estratégico no segmento militar da empresa, deficitário no momento. Se a Boeing pagasse pelas ações da Embraer seus atuais múltiplos, estaríamos falando de algo próximo a R\$ 45 por ação, mais do que o dobro do preço atual. Mas uma associação já deveria ser um evento divisor de águas para a empresa, tanto pela redução do risco de concorrência quanto pelo fortalecimento na estratégia comercial da empresa.

Nosso fundo encerrou o ano, novamente, com um resultado bastante positivo e satisfatório, com alta de **74,1%** ou **47,2%** acima do índice IBOVESPA. Contribuíram para este resultado as fortes valorizações nos setores de varejo, logística, *properties*, industriais e siderurgia. Conseguimos este resultado com uma volatilidade média (21d) de 16,2%, abaixo da volatilidade média do IBOVESPA.

Para o ano de 2018 fizemos algumas alterações em nosso portfólio, reduzindo algumas empresas de maior beta, principalmente no setor de varejo, em favor de investimentos nos setores de saneamento, elétricas, shopping centers e laboratórios. O objetivo deste movimento é aproveitar o grande prêmio que observamos na parte média da curva de juros, hoje na faixa de 10% e que na materialização de nosso cenário base, deve sofrer um deslocamento para baixo afetando positivamente os

setores geradores de caixa como alguns dos acima citados. Destacamos que nossas *utilities* estão sendo negociadas em múltiplos muito baixos, em função da percepção negativa do mercado quanto à governança da maioria delas, mas que nos parece muito mais uma oportunidade do que uma fatalidade. No caso de um aumento de volatilidade, estes setores tendem a ser mais defensivos do que a média do mercado, mais uma vez protegido pela forte geração de caixa destas empresas.

Agradecemos mais uma vez aos nossos clientes e amigos por mais um ano de confiança em nossos investimentos e desejamos a todos um excelente 2018.

Atenciosamente,

André Gordon