



carta do  
**gestor**  
Agosto de 2024

MERAKI  
CAPITAL

## TUDO NA VIDA É CÍCLICO

(ou por que você deve comprar a bolsa brasileira)

Tudo na vida é cíclico! A vida é feita de derrotas e vitórias, momentos de tristeza e felicidade, ambos passageiros. Nos bons momentos, controle sua euforia, quando estiver no fundo do poço, respire fundo e trace uma estratégia para sair dessa (meus 2 centavos de psicologia barata). Um viés cognitivo muito comum é extrapolar o presente, ou seja, achar que a situação corrente será eterna. Ledo engano!

O comportamento cíclico vale para tudo na vida, inclusive variáveis econômicas. Os economistas sempre se interessaram pelos ciclos macroeconômicos, que pode ser simplificado como os momentos de alta e baixa da taxa de desemprego. Sei que a percepção do país na última década tem sido muito ruim. Crescimento baixo, alta do dólar com perda do poder de compra, crise política. Mas calma, tudo é cíclico. A média de 3 anos do crescimento do PIB chegou a rodar próximo de 4% no começo do milênio atual, caiu para território negativo entre 2016 e 2018 e agora está de volta na casa dos 3%. Vale notar que nos últimos anos aprovamos uma série de reformas estruturais importantíssimas para o país que estavam sendo adiadas há décadas, as mais importantes foram a trabalhista, da previdência e mais recentemente a tributária. Mas não podemos nos esquecer do fim da TJLP, o marco do saneamento e a lei de autonomia do BC.

De fiscal, tivemos a regra do teto de gastos, que foi substituída pelo novo arcabouço fiscal. É verdade que começamos o atual governo com gastos pressionados e a pior impressão possível sobre a trajetória fiscal, mas houve uma mudança de rota recentemente mirando um maior controle das despesas, o que deve ajudar a reduzir o prêmio sobre os ativos locais. Além disso, o país ficou com a faca no pescoço com a pressão da Treasury americana. Mas agora com a normalização da inflação e do crescimento nos EUA, deveremos ver uma normalização dos juros também, países emergentes respiram aliviados!

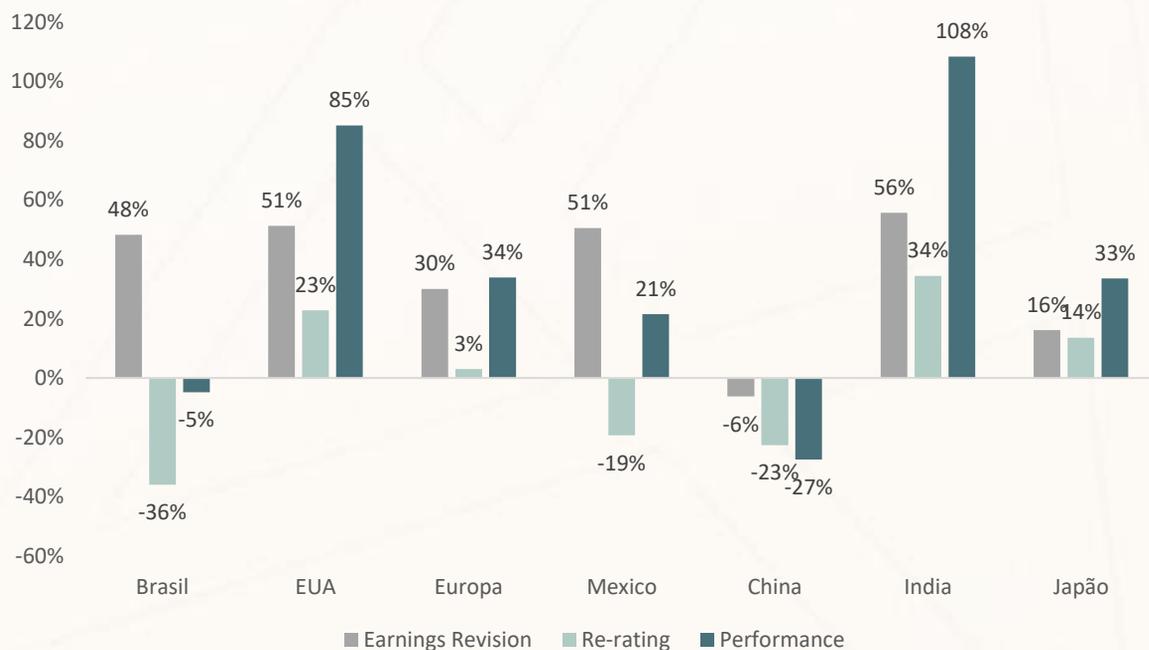
Naturalmente, esse comportamento cíclico também se reflete em variáveis financeiras. Muitos acham que a bolsa brasileira é um "value trap", claramente temos um viés cognitivo aqui. Se você está olhando para ciclos mais longos, como todo investidor de ações deveria fazer, esse é o momento para comprar bolsa brasileira.

Gostamos de olhar o *valuation* da bolsa não somente pela ótica do múltiplo preço/lucro em relação ao histórico, mas também a decomposição entre a revisão de lucro e a mudança do múltiplo em si (*re-rating/de-rating*); no curto prazo achamos que os múltiplos podem variar dependendo da maior ou menor disposição dos investidores para pagar por um ativo. No entanto, no longo prazo, acreditamos que o retorno de uma ação é fundamentalmente impulsionado pelo crescimento dos lucros. Essa abordagem nos ajuda a evitar ativos que parecem "baratos" à primeira vista, baseando-se apenas em múltiplos baixos, conhecidos como "value traps". De nada adianta pagar um múltiplo barato se os lucros estão em declínio ao longo do tempo.

Nos últimos 5 anos, a bolsa brasileira em dólar teve uma queda de 5%, mas o nível de lucro esperado para os próximos 12 meses cresceu 48%. Isso resultou em um *de-rating* de cerca de 36% no indicador de P/E. Essa discrepância se acentua ainda mais quando analisamos outros mercados, EUA, Europa, China, México, Índia e Japão, fora o Brasil, apenas a China e o México tiveram um *de-rating* (contração do múltiplo P/E) no período, enquanto os lucros esperados para os próximos 12 meses da bolsa chinesa caíram 6% e +51% no México nos últimos 5 anos.

Alguns podem argumentar que o crescimento dos lucros da bolsa brasileira foi impulsionado pelas commodities, dado o peso significativo de Petrobras e Vale. O petróleo subiu pouco acima de 20%, o que beneficiou os lucros da Petrobras, enquanto o minério teve um aumento de 1%. Porém mesmo excluindo Petrobras e Vale, o indicador de lucro também mostrou um crescimento na ordem de 40% e ainda vemos um *de-rating* de aproximadamente 25%.

### Earnings revision x re-rating/de-rating



Achamos que olhar o agregado nos mostra que ainda existe uma assimetria relevante no mercado brasileiro o que deveria chamar cada vez mais atenção para o fluxo estrangeiro, principalmente quando comparamos o *valuation* com outros mercados, porém achamos que essa assimetria é ainda maior quando olhamos empresas de qualidade negociando a um *valuation* extremamente descontado, vamos aos exemplos.

Localiza teve uma performance de +1% nos últimos 5 anos, com um crescimento de lucro para os próximos 12 meses de 97%, resultando num de-rating de 49%. É verdade que a empresa enfrentou problemas de curto prazo, principalmente devido à queda no preço dos carros seminovos e à abertura do gap com os preços dos carros novos. Esses fatores têm impactado a depreciação da empresa e os lucros de curto prazo, mas consideramos que são problemas conjunturais e não estruturais.

Atualmente, a ação precifica um ROIC spread Kd (indicador de retorno sobre a frota menos o custo de dívida) de 5%, comparado a um histórico de 6,4%. No entanto, a empresa está no melhor ambiente competitivo que já enfrentou, com seu principal concorrente, a Movida, precisando reduzir sua frota devido a alavancagem elevada.

A Cyrela teve um retorno de 20% nos últimos cinco anos e um aumento de 180% na projeção de lucros para os próximos 12 meses, resultando em um *re-rating* de 57%. A empresa registrou um aumento de 60% em seu patrimônio líquido e dobrou seus lançamentos. A companhia negocia a 1x P/VP, que ajustado pelo valor das JVs cai para 0,87x, com um *dividend yield* potencial de 9% para 2025.

No caso da Cosan, também vemos um comportamento cíclico, com claro viés cognitivo, nos últimos anos o desconto de holding, aumentou de 10% para 30%, sendo que em alguns momentos chegou a negociar com prêmio dado a crença de boa alocação capital do grupo. Esse desempenho foi amplamente influenciado pelo aumento significativo da alavancagem da *holding* para a aquisição das ações da Vale, por outro lado, a Vale é um ativo altamente líquido, cuja venda pode reduzir instantaneamente a alavancagem do grupo. Além disso, durante esse período, a Vale tornou-se alvo de atenções políticas, o que limitou a capacidade da Cosan de realizar mudanças na companhia de forma mais rápida, especialmente em questões como o destravamento de licenças, decretos sobre cavidades e o acordo de Mariana. Mais recentemente, a nomeação de Gustavo Pimenta como futuro CEO representa um passo importante para a companhia, no qual a Cosan certamente teve uma influência significativa, reforçando seu papel como acionista de referência.

Os demais ativos da Cosan têm apresentado um bom desempenho operacional e estão entrando em um ciclo de menores investimentos e isso deve se traduzir em mais dividendos para a *holding*, permitindo que a Cosan, ao longo do tempo reduza a alavancagem e entre em um ciclo de maior geração de caixa, como ocorreu de 2018 a 2021.

Em resumo, a bolsa brasileira oferece oportunidades interessantes, especialmente para investidores de longo prazo. Considerar o ciclo econômico e a qualidade das empresas pode revelar uma bela oportunidade de investimento. E aí, vale investir?

## RENTABILIDADE DOS FUNDOS

Hórus RF

### Long Biased

Mês 4,83%

2024 2,56%

### Equity Hedge

Mês 1,59%

2024 5,73%

### Brabus FIA

Mês 7,43%

2024 1,58%

### Hórus RF

Mês 0,79%

2024 3,27%

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES

A Meraki 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. Este material não pode ser reproduzido, copiado ou ados distribuído para terceiros, total ou parcialmente, sem a expressa concordância da Meraki Capital. Esta apresentação não se caracteriza nem deve ser entendida como uma promessa ou um compromisso da Meraki Capital de realizar as operações ou estruturar os veículos de investimento aqui descritos. Esta apresentação não se caracteriza e não deve ser entendida como consultoria jurídica, contábil, regulatória ou fiscal em relação aos assuntos aqui tratados. Este material é meramente informativo, não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento e não configura sugestão ou consultoria jurídica. A Meraki Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou pelo uso das informações contidas neste material.



MERAKI  
CAPITAL

COMO FORAM OS  
FUNDOS DA MERAKI  
NO MÊS?

merakicapital.com.br

Confira no vídeo os principais destaques do mês e a rentabilidade dos fundos da Meraki Capital.

[Clique aqui](#)

## INVISTA POR MEIO DOS NOSSOS PARCEIROS

<https://www.merakicapital.com.br/>

### CONTATO

 [@meraki.cap](#)

 [merakicapitalasset](#)

 [@meraki.cap](#)

 11 4632-4534

 11 91305-4416

 [contato@merakicapital.com.br](mailto:contato@merakicapital.com.br)