

Carta do Gestor – Julho 2020

Prezados investidores,

Julho foi mais um mês de ampla recuperação nas bolsas globais. Sinais de melhoras macroeconômicas se manifestaram principalmente no consumo na China e nos Estados Unidos. Mesmo em meio de tensões geopolíticas e aos repiques de contaminação do COVID-19, o consumidor foi capaz de reativar as cadeias produtivas, o que refletiu em maiores PMIs (*Purchasing Managers Index*) ao redor do mundo.

Tivemos também mais estímulos fiscais/monetários na União Europeia e nos Estados Unidos. Soma-se a esses pontos a temporada de resultados americana que foi, em geral, melhor do que o esperado. Esta sequência de fatores levou o principal índice americano (S&P 500) a subir +5% em julho.

O cenário global com o qual nos deparamos é de enorme liquidez, fraco crescimento e baixíssima remuneração na renda fixa (soberana e privada), em conjunto com uma rápida deterioração da situação fiscal nas economias de moeda reserva. Isto vem criando uma certa “inflação” em ativos reais (como *commodities*), alternativas de reserva (como ouro), e incentivando a alocação em ativos de risco (como ações).

Com isso, o apetite por investimentos em mercados emergentes tende a aumentar, inclusive pelo menor diferencial de crescimento vs. EUA e por um candidato democrata ganhando espaço vs. Trump.

A América Latina está longe de estar “na moda” após décadas de volatilidade política e baixo crescimento. No entanto, acreditamos que o Brasil pode ter boas chances de ser receptor desse fluxo. Enxergamos o recente encaminhamento da reforma tributária (e de uma possível reforma administrativa) de maneira positiva.

Não será fácil, considerando as heranças populistas, mas o Brasil é um dos primeiros a dar passos na direção de diminuir o rombo fiscal causado pela COVID-19. O governo também trabalha para melhorar a regulação de concessões e acelerar privatizações. O potencial de investimento privado pode ser ainda maior se a atuação contra os frequentes crimes ao meio ambiente se mostrar eficaz.

Em relação ao nosso posicionamento, pode-se dizer que estamos mais otimistas com a direção da economia no curto prazo, mas mantendo a prudência na seleção de ativos. Temos ainda alguns riscos relevantes nesta reta de final do ano. O Ibovespa negociando muito acima de sua média histórica em termos de Preço/Lucro não vai aceitar bem eventuais sustos.

Estamos atentos para uma desaceleração maior na atividade após os programas de transferência de renda e preservação do emprego terminarem. Não há uma estratégia de saída fácil. Também nos preocupam as alas populistas do Congresso buscando manter gastos mais elevados de forma não-ortodoxa. Estamos ajustando o portfólio também para um eventual aumento da inflação. O medo da inflação pelo mundo vai sendo alimentado por políticas estimulantes, alta nos preços de insumos e pouca esperança de um ajuste fiscal rápido.

Este cenário, em conjunto com juros próximos a zero, torna o carregamento de moeda reserva negativo em termos reais. O fluxo de posições reserva para ouro deve, portanto, continuar – o metal estreou em nosso portfólio também em julho. No todo, nossa carteira reflete uma preferência por ativos de natureza menos cíclica, execução superior, balanço forte, geração de caixa (com dividendos), *duration* curto, exposição favorável ao US\$ e a um eventual repique inflacionário.

Neste mês aumentamos nossa posição comprada em TIM+VIVO. A consolidação da Oi Móvel deve resultar em maiores margens e menor *capex* (*capital expenditure*) de maneira estrutural. Logo, vemos aqui um alto potencial de valorização via crescimento de lucro e expansão de múltiplos, ao mesmo tempo em que o *downside risk* nos parece limitado pelo *valuation* descontado e natureza defensiva do setor. Receita e risco de inadimplência no setor devem ser cada vez menos elásticos ao PIB num cenário post-covid.

Carta do Gestor – Julho 2020

Em cima disto, o processo de eficiência de custos (pela digitalização de serviços, por exemplo) deve acelerar e seguir impulsionando margens, conforme vimos nos resultados recentes. Isso nos dá conforto de que o múltiplo seja realmente razoável nos ~5x EV/EBITDA'20, com 7-9% de FCFY (*free cash flow yield*) em cima de balanços já fortes, o que limita o *downside* e torna o carregamento positivo.

Acreditamos no sucesso do consórcio das incumbentes na compra da Oi Móvel. Mesmo que o CADE venha a impor seus remédios para aprovação, não vemos uma real ameaça de competição. Se a venda for fechada no valor oferecido de R\$16.5bn, o impacto no endividamento será mínimo (+0.2x a +0.7x EBITDA) e, ainda de acordo com nossas estimativas, TIM e VIVO teriam um FCFY recorrente acima de 10% após os benefícios da consolidação (redução relevante de *capex* e sinergias).

O setor também vem com opcionalidades crescentes de eventos corporativos (fora a Oi). A TIM recentemente comunicou que pretende buscar parceiros para a expansão de seus ativos de fibra (TIM Live), um *spin-off* que aumenta ROIC, fluxo de caixa e estimamos poder agregar R\$2-3 por ação. Outra opcionalidade que parece cada vez mais latente são as operadoras de telefonia móvel atuando em conjunto com bancos na “bancaização” de clientes.

Atenciosamente,
BLP Asset

Aviso Legal

A BLP não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Consulte a lista de distribuidores no site da Gestora. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados do fundo só pode ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses a partir da data da primeira emissão de cotas. Para avaliação da performance de um fundo de investimento recomenda-se a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo Administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais e do Regulamento do fundo antes de tomar qualquer decisão de investimento. Este documento tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da gestora. Fundos de investimento podem utilizar 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 acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. BLP Gestora de Recursos Ltda., CNPJ: 09.360.012/0001-00. Rua Joaquim Floriano, 940 – 2º andar cj. 22, São Paulo - SP, CEP 04534-004. Fone: (11) 4118-8670, e-mail contato@blpasset.com.br, site: www.blp.com.