

Carta aos investidores 4º trimestre 2017

Caros cotistas,

**O fundo Moat Capital FIA apresentou retorno no ano de 45,6% (versus 26,9% do Ibovespa) e nos últimos 24 meses de 145,8% (versus 73,6% do Ibovespa). O Moat Capital Equity Hedge FICFIM apresentou retorno no ano de 10,6% (versus CDI de 10,0%) e 28,9% (versus CDI de 19,7%) desde o início do fundo<sup>1</sup>.**

O quarto trimestre foi marcado pela continuidade do movimento de alta dos preços nos mercados de ações globais. Grande parte das bolsas encerraram 2017 em seus recordes históricos (ou muito próximo das máximas), o que não foi diferente para o Ibovespa.

No mercado local, observamos durante o ano passado um significativo crescimento dos lucros e queda da alavancagem das empresas. Esperamos o mesmo para 2018 pelos seguintes fatores: (i) crescimento de receita das empresas impulsionado pelo crescimento projetado do PIB para o ano de 2,7%<sup>2</sup>, (ii) a inflação projetada para o ano é de 4,0%<sup>2</sup>, pelo que acreditamos que as empresas, principalmente aquelas com maior alavancagem operacional, serão capazes de expandir suas margens operacionais, e (iii) finalmente, expansão da margem líquida por conta de uma menor taxa média Selic projetada para o ano - 6,7%<sup>2</sup> - e menor endividamento das empresas.

Se levarmos em conta a expectativa de crescimento do lucro das empresas no ano de 2017 e a valorização do Ibovespa (tabela abaixo), perceberemos que o primeiro valor supera o segundo – causando uma compressão do múltiplo de lucro (P/E), ou seja, por essa métrica a Bolsa está mais barata. Como houve uma ligeira melhora no custo de capital em 2017 - medido pela precificação dos títulos de longo prazo -, poderíamos dizer que a valorização do Ibovespa em 2017 foi tímida, talvez por refletir os prêmios elevados da curva futura de juros.

| Ibovespa | Crescimento EPS | Ibovespa | P/E Final 2016 | P/E Final 2017 |
|----------|-----------------|----------|----------------|----------------|
| 2017     | 31.10%          | 26.86%   | 15.16          | 14.67          |

Fonte: Moat Capital

Conforme sugerimos em cartas anteriores, a bolsa brasileira demorou a precificar o fator crescimento (*g*). O dado do PIB

do segundo semestre foi o catalizador necessário para tal reconhecimento, gerando uma busca dos investidores por renda variável. Mesmo assim, a valorização do Ibovespa (medida através do EWZ) ficou aquém dos mercados emergentes (medida através do EEM).

**O cenário externo continua favorável.** Todas as economias do G20 projetam crescimento positivo para 2018 - movimento que não acontecia desde 2010. Tal robustez da economia mundial, junto com ambiente de farta liquidez e juros baixos, justificam o desempenho do mercado acionário global.

**Não sabemos se aqui a recuperação será cíclica ou sustentável.** Mesmo se ela for de curta duração, onde o chamado hiato do produto seja ocupado, ainda há espaço para significativa melhora de rentabilidade das empresas.

Apesar do cenário construtivo, é fundamental monitorar os riscos. No ambiente externo, podemos destacar o aumento de juros e a contração do balanço do FED. Esse movimento de redução de liquidez global pode contaminar o otimismo para os mercados emergentes. **Estamos cientes de que o Brasil se beneficia enormemente desse contexto global**, assim como, todos países emergentes.

**No mercado local os riscos se concentram cada vez mais nas eleições.** Entendemos que o risco é baixo de uma vitória de um partido ou candidato que não prossiga com a política econômica vigente. Entretanto, uma definição desse cenário será um importante catalizador para os mercados, podendo alterar as premissas macroeconômicas de diversos agentes.

**Ainda estamos no começo de um processo de recuperação, com relativa chance deste ciclo econômico ser mais pronunciado que os anteriores, dada a conjugação de fatores locais e externos.** Portanto, entendemos que apesar da bolsa estar com retorno significativamente superior à renda fixa nos últimos 2 anos, ainda não vemos sinais de que as ações estejam adequadamente precificadas diante da melhora econômica.

Atenciosamente

Moat Capital

<sup>1</sup> 10 de maio de 2016

<sup>2</sup> De acordo com o FOCUS de 08/01/2018