



**HARPIA**  
ASSET MANAGEMENT

**Carta da Gestão**

03/04/2024

Prezados cotistas,

O mês de março foi marcado por volatilidade nos mercados de renda fixa. A curva longa de juros sofreu bastante, tanto no Brasil como nos Estados Unidos. Os juros de 10 anos no Brasil, que iniciou o mês em 10,76% a.a., subiu 2,6%, terminando março em 11,04% a.a. Já nos Estados Unidos, apesar da resiliência da atividade econômica e seus impactos no apertado mercado de trabalho, os juros de 10 anos permaneceram praticamente estável, terminando o mês em 4,20% a.a.

O contágio dessa variação no juro interno foi bastante contido no mercado de renda fixa. Apesar disso, a agenda de notícias foi bastante negativa no que tange o intervencionismo do governo na questão da distribuição dos dividendos da Petrobrás e na contínua insistência por maior voz dentro do conselho da Vale, ainda pressionada pela fraqueza do minério de ferro. Com isso, ativos com certa influência estatal como Banco do Brasil e BB seguridade também sofreram no mês.

A carteira Harpia, que teve boa performance no mês, conseguiu anular quase que integralmente a queda observada no mês de janeiro, subindo 3,3%, frente a uma queda de 0,7% no índice Ibovespa. Acreditamos que nosso resultado positivo esteja diretamente ligado à “sazonalidade” das informações, típica do mês de março, marcado pela divulgação dos resultados corporativos referentes ao 4º trimestre de 2023.

A seguir, abriremos com mais detalhes os destaques dos resultados de nossas investidas.

Com isso, agradecemos como sempre a confiança dos Srs.(as) cotistas e nos colocamos à disposição para maiores esclarecimentos.

## Contexto Macro Geral

A situação nos Estados Unidos vem mostrando um grau de complexidade superior ao que o mercado esperava inicialmente. O nível de desemprego ainda é baixo, girando em torno de 3,8%, com aumentos reais de salários na ordem de 3%. Apesar de contínuas quedas no nível de poupança do americano médio (atualmente em níveis bastante baixos), esta configuração de mercado de trabalho apertado vem pressionando a inflação, que parece ter se estabilizado em 3% anuais em múltiplas métricas, a parte do PCE.

Para agravar o contexto, as tensões geopolíticas no oriente médio com o preço do petróleo em alta e o aumento no preço dos fretes marítimos gerado pela crise no mar vermelho formam uma combinação que preocupa, no que tange o custo do FED convergir a inflação americana de 3% para 2%. Em outras palavras, talvez seja necessário um período de manutenção dos juros nos Estados Unidos (em 5,25%-5,5%) mais prolongado do que esperávamos. Na prática, acreditamos por hora que o pior cenário possível seria a postergação do corte de juros pelo FED, o que atrasaria o fim de ciclo da Selic no Brasil por razões técnicas.

Contudo, nem todas as notícias são ruins. A inflação na zona do Euro vem mostrando contínuos sinais de arrefecimento, com a economia alemã em leve recessão, o que abre espaço para redução de juros na Europa. A situação na China também é de deflação e redução da atividade, o que vem se mostrando benigno no contexto da inflação global.

## Ambiente Corporativo e Conclusão

Nesse mês de março tivemos resultados majoritariamente positivos das nossas investidas. Nos parece, após analisar os resultados de C&A, Guararapes (Riachuelo), Cambuci (Penalty), Centauro, Allied e Vulcabras, que existe uma tendência de retomada no setor de varejo, bastante impactado na pandemia. Nesta cesta de varejo, quase todos os resultados de nossas investidas apresentaram melhoras substanciais ano contra ano (2023 x 2022), a parte de Cambuci, que tomou a assertiva decisão de paralisação das operações na Argentina, fortemente impactada pelo efeito cambial e inflacionário na região. Com esta decisão, acreditamos que os resultados líquidos da Cambuci possam apresentar melhoras na ordem de 20% a 30% em 2024 frente a 2023, o que aliado a valuations bastante descontados e grande margem de segurança, nos faz manter uma boa exposição no ativo.

No que tange a cesta de incorporação, composta por Moura Dubeux e Trisul, vale mencionar a contínua evolução das atividades da Moura, com evoluções expressivas nas margens e em diversos indicadores de rentabilidade. A Trisul mostrou que seus recentes lançamentos vêm sendo bastante assertivos, com retomada na velocidade de vendas, melhoria nas margens e rentabilidade. Ambas as teses apresentam baixo risco de alavancagem e demanda e preços bastante descontados.

Ademais, vale a menção dos resultados de Simpar, holding que controla a Moviada, JSL e Vamos, além de outras empresas de capital fechado. Esta é a única tese de nossa carteira que apresenta certa complexidade no que tange risco de alavancagem, assim como apresenta um valor um pouco mais distante do presente, dos quais mais de 60% se apresentam num futuro posterior a 3 anos. Em termos de receita e EBITDA, todas as operações debaixo da holding apresentaram melhoras significativas frente a 2022, contudo, como a estratégia da empresa é bastante agressiva, ela se utiliza de um grau de alavancagem elevado como funding para garantir a continuidade do crescimento de suas atividades. Essa elevada dívida vem reduzindo a rentabilidade líquida das investidas e da holding, o que fez com que a companhia apresentasse um prejuízo líquido no ano. Como entendemos que a curva de juros no Brasil, que já vêm caindo, ainda apresenta espaço para mais quedas, acreditamos que o ano de 2024 será um ano de inflexão para Simpar.

Vale ressaltar que enxergamos uma subavaliação tremenda na empresa, o que entendemos vir de seu risco de alavancagem, por isso hoje temos menos de 10% da carteira exposta a este investimento.

Apesar do ambiente macro desafiador, as investidas do FIA Harpia apresentaram ótimos resultados operacionais, algumas acima do que esperávamos, mesmo em

períodos adversos. Isto nos dá confiança de que nosso *stock picking* e nossos processos de investimento vêm se mostrando bastante assertivos.

Como sempre, agradecemos a confiança, desejamos a todos bons investimentos e nos colocamos à disposição para esclarecimentos.

Equipe Harpia,

Felipe Freiria | [felipe.freiria@harpia-asset.com](mailto:felipe.freiria@harpia-asset.com) | (11) 99631-7424

Marcelo Messias | [marcelo.messias@harpia-asset.com](mailto:marcelo.messias@harpia-asset.com) | (11) 99109-1580

