

Parte 1: A Crise Política

A partir da divulgação da notícia de que o Presidente Temer teria sido gravado em uma conversa comprometedora na qual teria consentido com a compra do silêncio de Eduardo Cunha, o país viu reacender a incerteza em relação ao rumo da política econômica e andamento das reformas. Depois de uma década em que a marcha da insensatez dos governos petistas havia levado ao total desarranjo das contas públicas e a maior depressão econômica de que se tem notícia, o Presidente Temer havia conseguido traçar um norte, organizando as forças políticas do país na árdua caminhada em busca da eliminação de distorções históricas que nos condena ao baixo crescimento e ao atraso. Por mais que a divulgação das gravações não tenha revelado o conteúdo anunciado, o fato político estava criado e a continuidade do Governo Temer e de sua agenda de reformas foi colocada em cheque. Neste momento, o desfecho da crise ainda é bastante incerto. Abriu-se um grande espectro de possibilidades com probabilidades equivalentes, o que deve continuar trazendo volatilidade aos mercados no curto prazo.

Apesar da incerteza, vemos como plausíveis alguns cenários onde poderiam ser preservadas as perspectivas de encaminhamento das reformas no curto/médio prazo e nos quais o risco eleitoral de 2018 seja reduzido. A esta altura, parece ter sido formada uma percepção generalizada de que o Governo Temer acabou! Entre os participantes de mercado, políticos e a imprensa especula-se o “*day-after*” e quem seria o substituto de Temer. Há entre os observadores e comentaristas a compreensão de que os mecanismos disponíveis para que o Presidente seja cassado envolvem processos longos (mesmo através da “solução TSE” que seria passível de recursos), que se fossem percorridos levariam à incerteza e ao caos econômico. Portanto, qualquer solução de curto prazo teria que passar pela concordância do próprio Presidente. Ainda assim, os analistas parecem crer que as circunstâncias podem levar Michel Temer a renunciar, ou a adotar posição passiva diante de um veredicto contrário a ele no TSE, abrindo caminho para um substituto que daria andamento às reformas. Assim, notícias que possam fragilizar ainda mais o Presidente passaram a ser ignoradas pelos participantes do mercado, que veem no enfraquecimento de Temer um caminho mais rápido para a sua saída.

Sobre a crença de alguns de que as “circunstâncias” levariam Temer a renunciar, nos parece que essa conclusão não passa pela análise da situação pela perspectiva do próprio Presidente. Por que um político de 76 anos, em seu ato final na cena pública, se sentindo vítima de uma arapuca, optaria por

uma decisão que o marcaria para sempre como “corrupto”, sabendo que os que negociam sua saída pretendem empossar alguém que levará adiante uma agenda que é a sua e que se encaminhada com sucesso pode levá-lo a ocupar um lugar digno na história?! Resignação?! Nos parece que apostar nesse desfecho significa exigir do Presidente um grau irreal de despreendimento de vaidade e de orgulho próprio, uma generosidade sobre-humana, ou uma enorme falta de combatividade. Não nos parece que estejamos diante de uma pessoa desprovida de vaidades, ou resignada. Nas últimas duas décadas tivemos dois presidentes extremamente populares em seus tempos, ambos eleitos em primeiro turno: um intelectual brilhante e inspirador, capaz de aglutinar em seu entorno as melhores cabeças do país; e um comunicador com a rara habilidade de falar com as massas. No entanto, foi Temer o único a ter coragem e determinação para desafiar as forças do atraso e bater de frente com os interesses particulares das corporações mais poderosas e ruidosas do país - sindicatos, juízes, promotores e demais privilegiados do funcionalismo público. Tanto o perfil, quanto o histórico recente do Presidente, nos parecem mais condizentes com alguém que diante das circunstâncias deve procurar se armar para uma longa e árdua batalha em busca da sua redenção. Se estivermos corretos nessa simples observação, o cenário mais provável é o de permanência de Temer até, pelo menos, o final de 2017. No momento, isso ainda é visto como possivelmente negativo por grande parte dos participantes do mercado, já que poderia inviabilizar a aprovação das reformas dentro de um calendário político funcional antes das eleições de 2018. Esta conclusão também nos parece precipitada. Acreditamos que na falta de fatos novos que atinjam o Presidente, os políticos perceberão rapidamente que Temer não sairá por conta própria e que eles não contam com mecanismos eficientes para solução deste impasse no curto prazo. Assim, seja pelo custo para a sociedade de sua inação em um momento tão delicado, seja pelo risco de não contarem com o apoio do governo federal em ano eleitoral, parece plausível que os senhores deputados procurem uma reaglutinação em torno do Presidente. Especulações a parte, o grau de incerteza certamente aumentou em relação ao encaminhamento das reformas de que o país tanto necessita para buscar uma trajetória de crescimento em estado de normalidade. Acreditamos que essa incerteza seja principalmente em relação à possibilidade de diluição adicional de seu conteúdo e ao *timing* de sua implementação, o que impacta mais as perspectivas de curto prazo do que as de longo.

Quanto à contribuição dos acontecimentos atuais para as perspectivas de longo prazo do país, acreditamos que a inversão do ciclo político em andamento, a depuração promovida pelas iniciativas de combate a corrupção e a busca contínua pelo fortalecimento institucional são mais relevantes do que a permanência ou não do Presidente Temer. Nesse sentido, as circunstâncias que formaram o

pano de fundo para a crise política em andamento nos causam grande preocupação. Além da exposição de comportamentos suspeitos e inadequados de políticos, os eventos recentes revelaram também práticas reprováveis e possivelmente ilegais de alguns dos representantes máximos do Ministério Público da União e do Poder Judiciário. Estes deveriam ser, em tese, os guardiões da Constituição e das leis que formam os pilares da nossa jovem democracia. Sob o pretexto do combate à corrupção, o acordo com os irmãos Batista, proposto pelo Procurador Geral da República e homologado monocraticamente por um ministro do STF, parece ser o exemplo mais chocante e ostensivo de impunidade patrocinada pelo Estado de que se tem notícia na história recente do país. Estaria o interesse público do combate à corrupção sendo usado como cortina de fumaça para a promoção de agendas políticas individuais e a defesa de interesses de algumas corporações que lutam contra as reformas que reduziriam os seus privilégios? O questionamento em aberto sobre os reais interesses que motivam as ações do PGR e de membros do STF neste episódio é um duro golpe contra a credibilidade das próprias instituições que representam. Este jogo ainda está sendo jogado, mas se ele acabar sem uma grande virada, o Brasil sairá perdendo.

Parte 2: O momento da renda variável

Em nossa última carta no final de janeiro de 2017 tratamos dos vários ciclos aos quais estamos expostos, destacando a inflexão no ciclo político ocorrida no início de 2016 a partir do impeachment, a inflexão no ciclo de taxas de juros de curto prazo no segundo semestre de 2016 com o início do período de afrouxamento monetário pelo Bacen, bem como a inflexão no ciclo de atividade econômica que aparentava estar ocorrendo naquele momento no início de 2017. De lá pra cá, o Governo continuou avançando na agenda de reformas tendo conseguido aprovar a reforma trabalhista na Câmara dos Deputados e avançado na reforma da previdência com a aprovação do parecer na comissão especial da Câmara. Os dados de inflação confirmaram a tendência de queda e com isso o Bacen intensificou o processo de afrouxamento monetário. No lado da atividade, os *green shoots* que começavam a sugerir uma possível retomada da economia ganharam mais consistência.

Além das inflexões de ciclos que vem ocorrendo, um outro aspecto que ressaltamos em nossa última carta foi o grande potencial de aceleração dos lucros de grande parte das companhias abertas no Brasil neste momento. Essa perspectiva de crescimento de lucros se dá pela combinação da inflexão no ciclo econômico, enorme alavancagem operacional das companhias e ambiente concorrencial favorável. Após anos de atividade fraca e pressões de custos com quedas de margens de uma, forma

geral, as companhias buscaram ganhos de eficiência. A prioridade deixou de ser a busca pelo crescimento e passou a ser o ganho de produtividade. Além disso, a recessão pela qual o país passou, deixou muitas empresas fragilizadas provocando consolidações em vários setores e ampliação da fatia de mercado e dos diferenciais competitivos das companhias líderes em seus segmentos. Com a retomada da atividade econômica, mesmo de forma bastante gradual, as companhias líderes em seus setores provavelmente enfrentarão ambientes concorrenciais favoráveis com oportunidades de crescimento e expansão de rentabilidade. Até o começo do ano, esta era apenas uma expectativa em função da nossa observação sobre a evolução da dinâmica concorrencial em vários setores que acompanhamos de perto, mas ainda não contávamos com evidências concretas. A divulgação dos resultados das companhias abertas referentes ao primeiro trimestre deste ano, trouxe os primeiros dados concretos que podem confirmar nossa expectativa por uma forte aceleração de lucros com a retomada da economia.

De um universo de aproximadamente 100 companhias, 26% apresentaram crescimento de receita acima de 10%, 51% apresentaram expansão de margem EBITDA e 44% apresentaram crescimento de lucros acima de 20% em relação ao mesmo período de 2016. Entre as companhias do nosso portfólio, o crescimento médio de receita, EBITDA e lucro líquido foi de 2%, 7% e 19% respectivamente. Acreditamos que o forte crescimento de lucros das empresas é uma tendência que pode se intensificar nos próximos trimestres. Entre os vários fatores em andamento que podem levar à apreciação de ativos financeiros no país, o potencial de crescimento de lucros é um elemento que beneficiará os ativos de renda variável de forma desproporcional. Portanto, vemos o momento atual como quase que de um “alinhamento de estrelas” para ativos de renda variável no Brasil. A aprovação da reforma da previdência talvez seja o elemento que esteja faltando para a configuração desse cenário bastante favorável para a Bolsa brasileira.

Parte 3: Nosso investimento na Tupy S.A.

Acima destacamos o potencial de aceleração dos lucros de grande parte das companhias abertas no Brasil neste momento de início de retomada do crescimento econômico. Trata-se de uma expectativa genérica que se fosse aplicada como principal elemento decisório na seleção de um portfólio de ações certamente levaria a escolha por ações de companhias de setores domésticos com maior elasticidade ao PIB. No caso do nosso investimento na Tupy, que é atualmente uma das nossas principais posições e que aumentamos em maio aproveitando a queda das ações causada pela

divulgação dos áudios com o Presidente Temer, este racional não se aplica diretamente. A companhia por ter 2/3 da sua base produtiva no Brasil e aproximadamente 80% da sua receita em vendas para o mercado externo tende a se beneficiar no curtíssimo prazo de um cenário de demanda interna desaquecida, com menor competição pelos seus fatores de produção, e Real depreciado, que eleva o preço dos seus produtos em moeda local resultando em expansão de margens. Ou seja, no curtíssimo prazo, o cenário que favorece o resultado da companhia, não é coincidente com o nosso cenário base para a economia brasileira até o início da crise política que se instaurou há duas semanas.

Por que então manter essa exposição?

Há duas razões simples para esse aparente paradoxo. A primeira está relacionada à nossa busca constante pela formação de um portfólio que seja o mais eficiente possível a partir dos investimentos que selecionamos de maneira a maximizar a sua relação retorno vs. risco incorrido. Para tal, a diversificação em relação, não somente a riscos idiossincráticos (específicos), mas também em relação a fatores de risco aos quais nossos investimentos podem estar expostos de forma direta ou indireta, é parte fundamental do nosso processo de investimento. Neste sentido, o fato da Tupy não estar exposta aos mesmos fatores de risco que a maioria das companhias do nosso portfólio faz com que ela traga um importante elemento de diversificação, melhorando sua relação risco vs. retorno. A segunda razão está vinculada à natureza do nosso processo de investimento e à forma que nos propomos a entregar retornos diferenciados no longo prazo para nossos investidores. **Acreditamos fundamentalmente em entender e explorar nossos diferenciais; em ter propósito de atuação, no trabalho em equipe, na persistência e na obstinação.** Entendemos que nossos diferenciais estão ligados à compreensão e análise de estruturas de mercado, dinâmicas concorrenciais, bem como elementos específicos das empresas que determinam suas vantagens competitivas e capacidade de gerar retornos para seus acionistas - o que normalmente se chama de “análise *bottom-up*”. Temos como propósito usar esse diferencial para identificar companhias e oportunidades de investimento excepcionais e negligenciadas pelo mercado. Nesse sentido, nosso processo de tomada de decisões de investimento reflete o que consideramos ser nosso propósito e nossos diferenciais. Acreditamos que assim, de maneira consistente e obstinada, entregaremos resultados diferenciados para nossos investidores no longo-prazo. No caso da Tupy, enxergamos elementos específicos da companhia que tornam suas ações extremamente atraentes. Tais elementos são negligenciados por grande parte dos participantes de mercado que tem como foco a análise “*top-*

down” buscando entender como variáveis macroeconômicas podem impactar a performance de ativos de renda variável.

A oportunidade - perfil risco vs. retorno

A Tupy possui uma combinação de 3 características que valorizamos em nossos investimentos e que normalmente permitem o surgimento de oportunidades com excelente relação risco vs. retorno.

1- Forte geração de caixa - Em função do momento da companhia e da indústria em que está inserida a Tupy apresenta uma forte geração de caixa com potencial de se transformar em pagamento de dividendos expressivos para os seus acionistas dado o seu baixo endividamento e baixa necessidade de investimento em capacidade produtiva. Nossa expectativa é de obter um retorno anualizado de aproximadamente 23% nos próximos 3 anos no nosso investimento nas ações da Tupy, sendo que aproximadamente R\$730mi, o que equivale a 44% deste retorno esperado pode vir de pagamentos de dividendos, limitando bastante o nosso *downside* nesta posição.

2- Setor pouco atraente - A Tupy é uma empresa manufatureira do setor de autopeças que produz principalmente blocos e cabeçotes de ferro fundido para motores de combustão interna (principalmente motores diesel). Trata-se de uma indústria em sua fase final de ciclo, vista como antiga e sob risco de uma ruptura tecnológica com o crescimento dos veículos elétricos. À primeira vista, este não poderia ser um setor menos atraente. No entanto, esta característica faz com que normalmente haja pouco entusiasmo pelo setor e evitem-se excessos de otimismo por parte de analistas e investidores, algo mais comum entre setores e empresas que estão "na moda". Essa falta de *appeal* se reflete na baixa valorização das ações da companhia. Isso nos permite "pagar pouco" pelo fluxo de caixa que esta companhia deverá gerar nos próximos anos, o que reduz o risco do nosso investimento.

3- Tamanho e liquidez - A Tupy é líder no hemisfério ocidental no segmento em que atua, contando com aproximadamente 25% de *market share*, e 50% de *share* nas Américas. Isso lhe confere a resiliência e vantagens competitivas de uma multinacional líder em seu segmento. No entanto, com R\$3.5 bi de faturamento e R\$2.1 bi de valor de mercado, a Tupy é considerada uma empresa de porte médio no universo de companhias abertas no Brasil. Isso faz com que o nível de cobertura por parte de analistas de *sell-side* e do *buy-side* seja relativamente baixo, abrindo espaço para assimetria de informações e, portanto, precificação de mercado menos eficiente. Normalmente, este

tipo de ambiente acaba criando condições altamente recompensadoras para os investidores que se dispõem a gastar tempo e "sola de sapato" para analisar estas oportunidades de investimento em maior profundidade. No nosso caso em relação a Tupy, acompanhamos a evolução da companhia de perto há aproximadamente 13 anos, e montamos há 4 anos pela primeira vez uma posição periférica do nosso portfólio nas ações da companhia. Neste período, conseguimos acumular um bom volume de informações sobre vários aspectos da Tupy e do seu segmento em diferentes períodos e ciclos, o que acreditamos ser algo bastante valioso para embasar o nosso processo de análise da oportunidade e decisão de investimento.

Características da Companhia

Como já mencionamos, a Tupy é líder no hemisfério ocidental no segmento de blocos e cabeçotes de motores feitos de ferro fundido. Seus produtos são usados principalmente em motores Diesel de veículos comerciais. A Tupy é, junto com a WEG, uma das poucas empresas brasileiras do segmento industrial de valor agregado que conseguiu se manter competitiva no mercado global após 9 anos de valorização do Real entre 2002 e 2011. Além de uma estratégia comercial acertada que, a partir de regras de repasse parcial de custos em seus contratos, garantiu a suavização do impacto das pressões de custos de insumos sobre as margens da companhia, o desempenho relativamente estável da empresa neste período desafiador diz muito sobre a característica do seu negócio e suas vantagens competitivas. Diferentemente da maioria das empresas da indústria de autopeças, a Tupy está num segmento de mercado com alta barreira de entrada e *switching cost*.

Antes de entrarmos no detalhamento das características que tornam o investimento na Tupy atraente, descreveremos brevemente alguns aspectos técnicos que tem impacto sobre fundamentos, dinâmica concorrencial e perspectivas futuras da indústria. Como já mencionamos, o grande mercado atendido pelos produtos da Tupy é o mercado de motores Diesel. A principal diferença entre o funcionamento de motores ciclo Otto, movidos a combustíveis de baixa volatilidade como o álcool e a gasolina, e motores ciclo Diesel é que no primeiro, a queima da mistura de ar e combustível aspirada na câmara de combustão do motor é provocada por uma centelha produzida pelo sistema elétrico do veículo. No caso dos motores ciclo Diesel, a queima do combustível injetado sob pressão na câmara de combustão ocorre pela compressão do ar aspirado e consequente elevação da temperatura interna da câmara. Essa diferença de funcionamento permite aos motores ciclo Diesel uma queima mais completa do combustível e uma eficiência térmica maior do que a dos motores ciclo Otto. Para que isso ocorra, as taxas de compressão internas antes da queima nos motores

Diesel, chega a ser duas vezes maior do que nos motores Otto e a pressão interna na câmara de combustão chega a ser três vezes maior. Essa maior pressão interna resulta em uma força maior exercida sobre a cabeça do pistão que é aplicada a um eixo de manivelas e se transforma em torque (força rotacional) maior. A potência de um motor, que é o determinante de seu desempenho, resulta do produto do torque e da velocidade de sua rotação. Portanto, em função da produção de um maior torque, os motores ciclo Diesel são capazes de produzir potências similares aos de motores ciclo Otto em rotações mais baixas, sendo ideais para utilização em veículos comerciais cuja principal medida de desempenho está ligada a capacidade de transporte de cargas em velocidades mais reduzidas do que a de veículos de passeio. Por trabalhar com pressões internas muito altas, as partes estruturais dos motores ciclo Diesel têm que ser fabricadas de materiais que suportam grande esforço mecânico, como é o caso do ferro fundido. No caso dos motores ciclo Otto de carros de passeio, os blocos podem ser fabricados de alumínio, um material mais leve e menos resistente, e cujo processo de fundição tem característica mais modular do que o processo produtivo de uma fundição de ferro fundido.

Barreiras de Entrada

A barreira de entrada no segmento de atuação da Tupy está fundamentada na característica do produto que ela produz e no momento do ciclo desta indústria. Os principais produtos da Tupy, blocos e cabeçotes de motores, que podem ter mais de uma centena de dimensões a serem controladas, estão entre as peças com maior nível de complexidade a serem produzidas num processo de fundição de ferro fundido. Além disso, elas são as partes estruturais mais importantes do conjunto motor, que por sua vez é o coração de um veículo. São peças fundamentais cujo desempenho tem que ser à prova de falhas e cujo processo de fornecimento tem que ser de altíssima confiabilidade para as montadoras. Nesse sentido, os participantes deste segmento de mercado estão sujeitos a uma longa curva de aprendizado que favorece muito os *incumbents* que contam com alta experiência e reputação junto a seus clientes. Além da alta complexidade e importância do produto, o momento em que se encontra a indústria em seu ciclo de evolução criou uma importante barreira de entrada para novos competidores.

A capacidade atualmente instalada desta indústria foi montada para atender uma demanda tanto do mercado de veículos comerciais (caminhões, ônibus, máquinas agrícolas, máquinas para construção civil e para o setor de mineração) que utiliza motores ciclo Diesel, quanto do mercado de veículos de passeio que em sua grande maioria utiliza motores ciclo Otto. Ocorre que ao longo das últimas

décadas nos mercados desenvolvidos (Europa e EUA) e dos últimos anos no Brasil, a indústria perdeu grande parte da demanda no segmento de veículos de passeio para os fabricantes de blocos em alumínio, que como já mencionamos são mais leves e tem um processo de fabricação modular, o que torna mais fácil a instalação de capacidade produtiva adicional. A migração de volumes dos veículos de passeio para blocos de alumínio acabou gerando uma grande ociosidade nas empresas que produzem blocos a partir do ferro fundido, como a Tupy. No estágio atual, a indústria opera globalmente com ociosidade de aproximadamente 50% com grande parte da sua produção voltada ao segmento de veículos comerciais que utilizam motores Diesel e que pelas questões técnicas mencionadas acima não podem utilizar blocos de alumínio. Se por um lado o aumento da capacidade ociosa da indústria ao longo do tempo representou uma pressão sobre o “poder de precificação” e consequentemente sobre a lucratividade das empresas, ela criou uma grande barreira para potenciais novos entrantes. O volume de investimento necessário para adição de capacidade produtiva é incompatível com o nível dos preços atualmente praticados pela indústria, fazendo com que o retorno sobre capital investido seja inferior ao custo de capital o que inviabiliza novos investimentos em expansão de capacidade. Estima-se que a adição de capacidade *greenfield* somente se tornará economicamente viável com preços entre 30% e 40% acima dos praticados atualmente na indústria.

A combinação de uma indústria com baixo crescimento de volumes e grande capacidade ociosa elimina a necessidade de investimento em nova capacidade produtiva pelos participantes desse mercado por muitos anos. Isso confere à Tupy a característica de um forte gerador de caixa, algo central na nossa visão quanto a atratividade deste investimento.

Switching Cost

A complexidade na fase de desenvolvimento e a característica do processo produtivo geram altos custos de troca para os clientes da Tupy, o que diminui o poder de barganha dos clientes, dando origem a relações sólidas e duradouras com a companhia em contratos com prazo médio de 4 anos e que normalmente são renovados por todo o seu ciclo de vida do produto. Antes de entrar em produção, dada a complexidade do produto e importância para a estrutura do motor, a fase de desenvolvimento do produto envolve trabalho conjunto dos times de engenharia do cliente e da Tupy por período de 18 a 24 meses. Concluída esta fase, o cliente faz um investimento de aproximadamente US\$2-3mi no ferramental para produção das peças (principalmente machos e caixas de moldagem para produção dos moldes em areia). Esse ferramental é produzido de forma

customizada para as especificidades da linha de produção onde será usado, não sendo intercambiável entre fornecedores. Por isso, mesmo uma troca interna de linhas de produção de um mesmo fabricante implica na fabricação de novo ferramental. Após a produção das primeiras peças, dá-se início à fase de testes de pressão, força e fadiga efetuada em dinamômetros. Essa fase pode envolver aproximadamente US\$2mi por peça em custos adicionais pré-operacionais. Além do tempo dedicado pelas equipes de um cliente, a etapa de pré-produção de um determinado bloco envolve custos de aproximadamente US\$4-5 mi por peça, o que se compara ao valor médio de contratos da Tupy de US\$6mi/ano. Estimamos que para motivar um cliente da Tupy a trocar de fornecedor apenas pelo incentivo econômico, um competidor da empresa tem que oferecer um desconto sobre o preço praticado pela Tupy de aproximadamente 17%. Esse desconto necessário é normalmente mais alto do que a média da margem EBITDA do produtor mais eficiente da indústria, que no caso é a própria Tupy. Por isso, para contratos envolvendo volumes menores de produção se torna extremamente custoso para um cliente da Tupy manter mais de um fornecedor para uma determinada peça, ou mudar de fornecedor depois que um contrato é assinado.

Competição

A Tupy mantém aproximadamente 25% de participação no mercado de blocos e cabeçotes de ferro fundido no hemisfério ocidental, acompanhada da Teksid do grupo Fiat Chrysler com 17%, e da alemã Fritz Winter com 11%. O restante está dividido entre *players* de pequeno porte e fundições internas das montadoras. No mercado das Américas a Tupy mantém 50% de participação tendo os EUA como principal destino de suas exportações. Em função das características físicas (peso e volume) e preços praticados, blocos e cabeçotes de motores são peças que não “viajam bem”. Ou seja, o custo de transporte de longas distâncias é muito alto comparado ao valor final do produto. Assim, o cenário competitivo acaba sendo determinado regionalmente, havendo clara separação entre os mercados ocidentais e asiáticos.

A competição direta da Tupy se dá em sua maioria com companhias especializadas que atuam neste nicho de mercado só que contando com escalas de produção inferiores à da Tupy. Além dos *players* especializados, algumas montadoras ainda mantêm internamente fundições com capacidade de produção de blocos de motor. A tendência que se tem observado é de *outsourcing* com as montadoras buscando cada vez mais focar suas atividades no desenvolvimento e comercialização, limitando a atividade manufatureira à montagem do produto final. A evidência mais recente dessa

tendência ocorreu em 2016 quando a GM optou pelo encerramento de sua produção interna de blocos e cabeçotes nos EUA, terceirizando parte da produção para a Tupy.

Tecnologia

A produção de blocos de motores a partir de ferro fundido não emprega tecnologia considerada de ponta. Afinal, tais produtos vêm sendo fabricados há mais de um século através de um processo de vazamento de metal líquido em molde de areia conhecido há milênios. Ainda assim, a complexidade do produto final, a necessidade de manutenção de parâmetros estritos nas características dimensionais e propriedades físicas das peças, bem como a grande variação das propriedades dos insumos de produção, demandam um conhecimento técnico bastante específico. A Tupy é vista como referência mundial nessa área, tendo investido ao longo de décadas na formação de mão-de-obra especializada a partir de uma escola técnica iniciada pela empresa em 1959 em Joinville e uma universidade em 1998. Através da formação de um corpo técnico altamente especializado, a companhia passou a liderar os esforços de pesquisa e desenvolvimento de novas técnicas metalúrgicas e ligas de alto desempenho. Um exemplo desse diferencial foi o desenvolvimento ao longo dos anos 2000 de produtos a partir do ferro fundido vermicular (CGI), uma liga que conta com propriedades físicas de altíssimo desempenho, que permite a produção de produtos com menor massa, paredes menos espessas e alta resistência mecânica. A companhia vem aumentando o percentual dos produtos fabricados com o CGI, que já representam 15% da sua receita. O desenvolvimento destes produtos tem dois efeitos importantes para a Tupy. O primeiro é ampliar o mercado potencial da companhia em segmentos dominados pelos blocos de alumínio. Com o CGI a Tupy passou a atender também o segmento de motores para carros de passeio de alto desempenho como Porsche, Maseratti, Audi, etc., e para o segmento de SUVs como Range Rover e F-150. Um exemplo recente do ganho de competitividade neste segmento ocorreu em 2016 quando a Ford adotou o bloco de CGI da Tupy em um dos modelos da F-150, que até então utilizava blocos de alumínio. O segundo efeito para a companhia é o de aumentar ainda mais seu diferencial técnico/tecnológico em relação à competição, o que contribui de forma expressiva para a seu poder de precificação.

Resultados Recentes e Perspectiva de Recuperação

Uma das razões que torna o investimento nas ações da Tupy particularmente interessante neste momento é o fato da companhia ter apresentado recentemente resultados muito ruins quando comparados ao seu histórico. Isso abre espaço para um grande potencial de recuperação de suas

ações na medida que os resultados iniciem uma trajetória de convergência para o padrão histórico. Apesar de manter um portfólio de contratos bastante diversificado, uma coincidência de fatores descorrelacionados levou à uma queda simultânea de demanda em alguns dos segmentos de mercado atendidos pela Tupy entre 2014 e 2016. Essa queda de volumes ocorreu principalmente nos segmentos de veículos *off-road* nos EUA, carros de passeio e veículos comerciais no Brasil.

No mercado brasileiro, que representa aproximadamente 20% da sua receita, a Tupy sofreu quedas expressivas tanto nos segmentos de veículos de passeio, que representava apenas 5% da receita total, quanto no segmento de veículos comerciais responsável por 7% da receita total. O segmento de veículos de passeio, que não é o foco da companhia, já havia perdido volumes expressivos em função dos incentivos do programa Inovar-Auto que a partir de 2012 levou à uma forte aceleração na substituição para blocos de alumínio em motores de carros de passeio no Brasil. Tal movimento já havia ocorrido em grande medida nos mercados desenvolvidos dos EUA e Europa. Nesse segmento, acreditamos que a queda é resultado de um movimento estrutural que não deve apresentar recuperação. No caso do segmento de veículos comerciais, a companhia sofreu as consequências da forte desaceleração da economia brasileira e do excesso de capacidade de frota causado por anos de políticas de incentivo ao financiamento facilitado pelo BNDES para a compra de caminhões. Este excesso de capacidade aliado à desaceleração da atividade provocou uma queda impressionante do volume de produção de veículos comerciais no Brasil de aproximadamente 187k veículos em 2013 para 61k em 2016. Em função da grande capacidade ociosa na frota de veículos de transporte de carga, não enxergamos no horizonte de médio-prazo a produção doméstica voltando aos níveis de 2011-2013. Mesmo assim, é razoável esperar que em um horizonte de 5 anos a produção se recupere para o patamar de 120k-130k veículos/ano simplesmente para que não haja uma deterioração da idade média da frota.

No caso do segmento de *off-road*, que representa aproximadamente 22% da receita da companhia, o maior volume de demanda vem de máquinas para os setores agrícola, de construção pesada nos EUA e de mineração. Esse segmento foi impactado pela queda simultânea de aproximadamente 60% dos volumes em máquinas agrícolas e de mais de 45% em mineração entre 2014 e 2016. Tal desempenho foi provocado pela queda dos preços de grãos em 2014-2015 em função de uma super-safra nos EUA que levou a forte redução de investimentos em máquinas agrícolas, e pela desaceleração econômica na China que levou a uma queda nos investimentos em maquinário por parte das mineradoras. Não se espera forte recuperação no segmento de mineração no curto/médio prazo. No entanto, é razoável

esperar uma retomada da demanda por máquinas agrícolas para sua trajetória histórica de crescimento. Além dos mercados de máquinas agrícolas e de mineração, o segmento *off-road* também atende o mercado de máquinas de construção pesada cuja demanda é impactada pelo ritmo de construção do setor imobiliário e de infraestrutura nos EUA. O crescimento contínuo do mercado imobiliário americano vem dando suporte à demanda por máquinas nos últimos anos. O que há de novo neste momento é uma expectativa de aceleração dos gastos com infraestrutura nos EUA, o que pode levar ao aumento significativo da demanda nesse segmento. Alguns indicadores antecedentes já apontam nesta direção. A Caterpillar, fabricante de máquinas para construção pesada e um dos principais clientes da fábrica da Tupy localizada em Ramos Arizpe no México, tem aumentado de forma expressiva o volume de seus pedidos em função da perspectiva positiva de demanda no mercado americano em 2017. O seu resultado do primeiro trimestre de 2017 anunciado recentemente registrou a primeira recuperação de volumes em comparação ano contra ano em mais de vinte e quatro meses, o que mostra que o ponto de inflexão desse segmento de mercado já pode ter sido atingido. Essa perspectiva positiva também foi observada nos resultados recentes da Cummins, outro importante cliente da Tupy.

Riscos

Os produtos da Tupy se destinam à utilização em diversos segmentos da economia, o que limita a sua exposição a fatores de risco que podem impactar um setor específico. O risco de intensificação no ambiente competitivo é bastante limitado pela alta barreira de entrada e custo de substituição. No caso da tendência de substituição pelo alumínio no segmento de carros de passeio, este custo já foi incorrido em grande parte pela indústria o que torna o seu impacto marginal bastante limitado. A natureza de sua atividade manufatureira traz riscos trabalhistas e ambientais como para empresas em segmentos análogos. Nesse sentido, acreditamos que o principal risco de longo prazo para a companhia é o risco de ruptura tecnológica com a total substituição dos motores de combustão interna por outras tecnologias de propulsão mais eficientes e limpas. Sem dúvida, o mundo está cada vez mais próximo de ver a realização da profecia que o Sheik Yamani, ex-ministro do Petróleo da Arábia Saudita, proferiu ainda em 1973: “A idade da pedra não acabou por falta de pedras. A idade do petróleo terminará muito antes do fim do petróleo”.

O desenvolvimento de tecnologias para geração de energia limpa renovável vem ganhando forte impulso na última década, o que vem reduzindo o custo de produção a partir de fontes alternativas como solar e eólica. Na medida em que essas e outras fontes renováveis forem ganhando

participação na matriz global de geração de energia, o uso de veículos eletrificados, que ainda é uma moda acessível a poucos, passará a ser, de fato, alternativa de transporte mais eficiente do ponto de vista energético e de contribuição para a redução da queima de combustíveis fósseis. Em paralelo, o desenvolvimento de tecnologias cada vez mais eficientes de armazenamento de energia (ex: baterias, células de hidrogênio) contribuem para a redução do custo e aumento da autonomia dos veículos eletrificados.

Elon Musk, o criador das empresas PayPal, Space X e Tesla Motors, costuma dizer que em algum momento todos os meios de transporte na Terra adotarão propulsão elétrica, exceto lançamentos espaciais, que estão sujeitos às fortes restrições impostas pela lei de Newton. De fato, é muito provável que isso ocorra. A grande questão que se coloca, é: “em quanto tempo? 5, 15, 30 ou 50 anos?”. O que normalmente se observa em relação ao processo de introdução de novas tecnologias é que seu poder de “*disruption*” é frequentemente superestimado no curto prazo e subestimado no longo prazo. Ainda assim, é muito difícil estimar o tempo que levará para a total extinção dos motores de combustão interna. O que pode se estimar com certa segurança é que para algumas aplicações, o processo de substituição se dará mais rapidamente do que para outras. No caso dos veículos de passeio que em sua grande maioria usa motores ciclo Otto, essa substituição deve ocorrer de forma acelerada num horizonte de 5 a 15 anos nos mercados desenvolvidos. A substituição em veículos comerciais, principal foco da Tupy, deve demorar mais em função dos desafios de autonomia e construção da infraestrutura de recarga. A necessidade de grande investimento em adaptação da infraestrutura de geração e distribuição de energia e de postos de recarga deve retardar ainda mais o processo de substituição por carros elétricos nos mercados menos desenvolvidos. Quando vemos as cenas do escoamento da safra de grãos do Mato Grosso, um dos principais polos produtores de soja e milho no mundo, com caminhões despejando parte da produção pelas estradas mal pavimentadas do país, dá pra entender que esse processo levará tempo para avançar por aqui.

Mesmo sem ter a resposta de quanto tempo levará para esse risco de ruptura se materializar, acreditamos que a forte geração de caixa da companhia no curto prazo cria condições para que as ações da companhia sejam excelentes oportunidades de investimento. A incerteza em relação à perspectiva de longo prazo para essa indústria contribui para tornar ainda menos provável a introdução de capacidade adicional de produção pelos players atuais, ou por novos entrantes, o que deve levar a um ambiente competitivo bastante favorável nos próximos anos.

O fato da indústria estar na fase final de seu ciclo de vida cria uma combinação favorável para os participantes deste mercado. Eles contarão com um ambiente competitivo bastante saudável e elevada capacidade de converter resultados em caixa para seus acionistas em função da baixa necessidade de CAPEX. No entanto, essa combinação de fatores que está por traz da atratividade deste caso de investimento também dá origem ao seu principal risco de curto/médio-prazo - o risco de alocação de capital. Por todas as características que descrevemos até o momento, a Tupy se enquadra perfeitamente na matriz de análise proposta pela BCG nos anos 70 como um exemplo clássico de uma "Cash Cow". Ela tem condições de ser um excelente investimento para seus acionistas perseguindo com disciplina uma "estratégia de ordenha" que tenha como foco central a distribuição de caixa para seus acionistas. Apesar de ser muito mais simples de ser executada e trazer menos risco para os acionistas da companhia do que uma estratégia de crescimento e diversificação, a implementação disciplinada de uma estratégia de ordenha pode barrar na desejo natural dos gestores da companhia em buscar crescimento. Executivos desejam normalmente gerir empresas maiores e de maior projeção, preferencialmente impérios, que lhes garantam prestígio pessoal e que tenham a capacidade de pagamento de pacotes de remuneração vultosos. No caso da Tupy, será tentador para o *management* perseguir alternativas de diversificação na busca pela "reinvenção" da companhia, que sem um movimento estratégico estaria fadada a seguir o destino de sua indústria em final de ciclo de vida. A grande geração de caixa permitirá que se pense em crescimento via M&A ou até expansão através de investimentos *greenfields* em mercados novos para a empresa, como o asiático.

Para mitigar esse conflito de agência, se faz necessário a busca de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas através de um esquema de remuneração que dê os incentivos corretos para seus executivos. Além disso, se fará necessário uma governança eficaz, preferencialmente contando com acionistas bastante próximos e atuantes, que garantam a manutenção desse alinhamento entre gestores e acionistas. No momento, não enxergamos nenhum destes dois elementos na Tupy e acreditamos que mudanças na sua governança poderiam reduzir significativamente a percepção desse risco por parte de investidores.

Temos uma visão positiva sobre a atuação dos executivos no lado operacional e comercial. Até pouco tempo, a companhia parecia manter uma estrutura de capital excessivamente conservadora e confortável para o *management* que vinha represando possíveis pagamentos de dividendos aos seus acionistas em nome da opcionalidade que o alto nível de caixa lhes confere em uma eventual

transação de M&A. Recentemente, a Tupy anunciou um aumento expressivo no volume de dividendos a ser pago aos acionistas, o que percebemos como uma sinalização na direção correta.

Atratividade do investimento

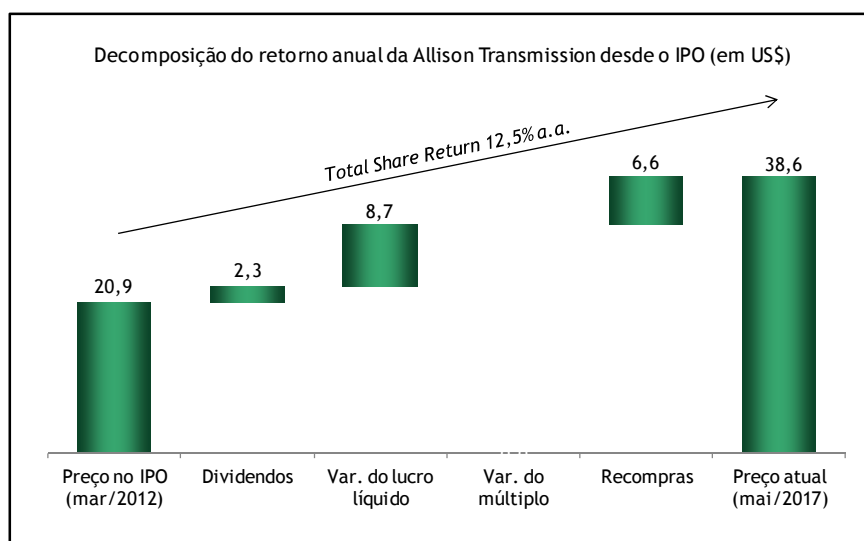
Em função das características da Tupy e da indústria em que está inserida, bem como do potencial de recuperação da demanda de alguns segmentos de mercado atendidos por ela, a companhia tem todos os elementos para se tornar uma forte geradora de caixa. O fato de suas ações serem negociadas a múltiplos deprimidos (6x EV/EBITDA 2017, 11x P/L 2017, 1,2x P/VP) tanto em termos absolutos, quanto em relação à companhias análogas e ao seu histórico faz com que estejamos "pagando" muito pouco por um fluxo de caixa relativamente seguro de curto prazo. Isso limita muito o cenário de *downside* do nosso investimento. Ou seja, acreditamos que temos bastante margem de segurança neste caso. Com *downside* limitado, vemos nosso investimento como tendo potencial para gerar retornos bastante atraentes. Num horizonte de 3 anos enxergamos retorno potencial de aproximadamente 23% caso a companhia se mantenha como ela é hoje.

No entanto, é possível imaginar um cenário bastante plausível em que com a mudança de governança, alinhamento do management, definição de uma política clara de alocação de capital e distribuição de caixa para os acionistas, este investimento tenha potencial para se tornar extraordinário. Nesse sentido, acreditamos que a Allison Transmission, líder mundial em transmissão automática para veículos comerciais que abriu seu capital em 2012, seja um exemplo eloquente de criação de valor para os acionistas em um caso de investimento com muitas características análogas à Tupy.

A Allison Transmission é uma companhia que produz produtos de uma complexidade maior do que os da Tupy, conta com uma grande quantidade de patentes próprias, mantém um grande volume de investimentos em pesquisa e desenvolvimento e, por tudo isso, obtém margens mais altas do que a Tupy. Ainda assim, as duas empresas apresentam mais similaridades do que diferenças sob o ponto de vista de riscos e perspectivas. Ambas as empresas tem perspectivas de crescimento relativamente baixas de médio prazo, baixa necessidade de CAPEX e alta capacidade de geração de caixa. As companhias têm muitos clientes em comum e estão expostas praticamente aos mesmos segmentos do mercado de veículos comerciais. Além disso, como na Tupy, o principal risco de longo prazo da Allison Transmission é o risco de ruptura tecnológica com a adoção de veículos elétricos. Uma diferença muito importante para o caso de investimento sob o ponto de vista dos acionistas está

ligado aos aspectos de governança. A Allison Transmission, que antes do seu IPO foi controlada por um grupo de *private equity*, alinha seus gestores dentro de uma política clara e bem articulada de alocação de capital. Essa política prioriza o crescimento orgânico, desenvolvimento de diferenciais através de novas tecnologias e retorno de capital para os seus acionistas. O estabelecimento de uma governança que garanta a manutenção de uma política clara que oriente as decisões de alocação de capital é fundamental para reduzir a percepção sobre o risco da companhia por parte de investidores. Esse é, na nossa visão, um dos principais fatores que leva as ações da Allison Transmission à uma valorização significativamente acima das ações da Tupy (11x EV/EBITDA, vs. 6x EV/EBITDA).

Sua política de alocação de capital levou a Allison Transmission a retornar para seus acionistas o equivalente a US\$1,6 bi em 5 anos, o que equivale a 38% do valor de mercado da companhia na ocasião do seu IPO em 2012, contribuindo de forma significativa para o retorno do investimento dos seu acionistas.



Mesmo com as diferenças entre as duas empresas, acreditamos que a Tupy conta com os elementos fundamentais que permitiram que a Allison Transmission se tornasse um ótimo investimento para seus acionistas. Estes obtiveram um retorno em seu investimento de 13% ao ano em dólares, mesmo tendo pago pelas suas ações em 2012 um prêmio de mais de 50% em relação à valorização atual das ações da Tupy. Falta à Tupy o alinhamento da gestão em torno de uma política de alocação de capital clara e com credibilidade. Nesse sentido, é possível que para a realização de todo o potencial

deste caso de investimento, a Tupy tenha que passar por uma alteração da sua estrutura de controle e governança.

Equitas Selection FIC FIA vs Ibovespa vs IBX vs CDI

	Retorno Absoluto				Retorno Anualizado			
	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI	Equitas Selection	Ibovespa	IBX	CDI
Desde Início (06/07/2010)	222,8%	1,0%	33,9%	105,9%	18,5%	0,2%	4,3%	11,1%
36 meses	51,8%	22,4%	23,1%	44,0%	14,9%	7,0%	7,2%	12,9%
24 meses	48,1%	18,9%	19,2%	29,1%	21,7%	9,0%	9,2%	13,6%
12 meses	34,0%	29,4%	29,9%	13,3%				
Ano (2017)	17,0%	4,1%	5,1%	4,8%				

Data Base: 31/05/2017

PL Médio - Últimos 12 meses - Equitas Selection FIC FIA (R\$ mil): 53.032



EQUITAS SELECTION FIA: ESTE FUNDO DE COTAS APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS. ESTE FUNDO APLICA EM FUNDO DE INVESTIMENTO QUE ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO ESTÁ SUJEITO AO RISCO DE CONCENTRAÇÃO DE MAIS DE 30% (TRINTA POR CENTO) DE SEU PATRIMÔNIO LÍQUIDO, AINDA QUE DE FORMA INDIRETA, EM ATIVOS DE "CRÉDITO PRIVADO". AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E O REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS. A UTILIZAÇÃO DO IBOVESPA COMO INDICADOR É MERA REFERÊNCIA ECONÔMICA, E NÃO PARÂMETRO OBJETIVO DO FUNDO. EM ATENDIMENTO À INSTRUÇÃO CVM Nº 465, DESDE 02/05/2008, OS FUNDOS DE RENDA VARIÁVEL DEIXARAM DE APURAR SUA RENTABILIDADE COM BASE NA COTAÇÃO MÉDIA DAS AÇÕES E PASSOU A FAZÊ-LO COM BASE NA COTAÇÃO DE FECHAMENTO. ASSIM COMPARAÇÕES DE RENTABILIDADE DEVEM UTILIZAR, PARA PERÍODOS ANTERIORES A 02/05/2008, A COTAÇÃO MÉDIA DOS ÍNDICES DE AÇÕES E, PARA PERÍODOS POSTERIORES A ESTA DATA, A COTAÇÃO DE FECHAMENTO. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DO FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL UMA ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.