

TARKUS



TARKUS**CARO INVESTIDOR**

No ano em que o Tarkus completa sete anos¹, aproveitamos a ocasião da sua 13ª Carta do Gestor para relembrar as motivações que nos levaram a lançar o fundo, assim como para detalhar o processo de investimento e as principais características do produto. Iniciamos a carta com uma seção dedicada ao histórico e às particularidades do Tarkus; em seguida, passamos para uma breve descrição do cenário econômico para o primeiro semestre de 2024; por fim, apresentamos a revisão da performance do fundo no mesmo período.

Boa leitura,

Hegler Horta e Bruno Mauad

¹Data de constituição: 06/11/2017.



TARKUS

PARTE I

SOBRE O TARKUS

Em 2016, o Brasil passava por um período de instabilidade político-econômica: em meio ao cenário de queda do PIB, desde 2015, de inflação alta e desemprego crescente, o país também enfrentava uma significativa crise política, com investigações de corrupção envolvendo a Petrobras e diversas figuras públicas. Além disso, a então presidente Dilma Rousseff passava por um processo de impeachment.

O mercado de ações foi afetado negativamente por esse cenário, mas um otimismo cauteloso começou a surgir quando Michel Temer assumiu como presidente interino, antecipando expectativas de que a mudança de governo facilitaria a implementação de reformas mais favoráveis ao mercado. Nesse contexto, o principal índice da Bolsa, o Ibovespa – que havia sofrido perdas significativas nos anos anteriores –, começou a se recuperar, e o apetite por ações aumentou. O cenário que se delineou a partir desses acontecimentos contribuiu para o início das nossas discussões sobre a criação de um produto focado em renda variável.

Hegler Horta² juntou-se à Kapitalo apenas dois anos depois de sua fundação, em 2011. Com passagens pelas mesas proprietárias de renda variável do Banco BBM e do Itaú BBA, ficou incumbido de empreender o time de gestão de bolsa dentro da estrutura dos fundos flagship da gestora, o Kappa e o Zeta. Atualmente, possui 28 anos de experiência no mercado financeiro, com foco em investimento em ações. Em 2015, entrou para o time Bruno Mauad³, hoje com 18 anos de experiência em estratégias *long short* e *long only*, além de passagem pelo Pátria Investimentos e Ashmore Group. Além dos gestores, outros analistas compunham os times, conferindo estrutura e tamanho robustos para estruturar e lançar o próprio fundo.

Em 2017, lançamos o Kapitalo Tarkus⁴, fundo de investimento em ações. O desenho do produto foi fortemente influenciado pelos aprendizados do processo de estruturação do Kappa e do Zeta, especialmente no que diz respeito ao controle de risco e ao incentivo à diversificação de análises e estratégias. Veja ao lado as características do fundo e seu objetivo:

O Kapitalo Tarkus é um fundo de ações, formado pelos dois times de gestão de renda variável Brasil, liderados pelos sócios e gestores **Hegler Horta** e **Bruno Mauad**.

Os dois gestores têm mandatos de risco bem definidos, revisados a cada semestre.

Além deles, há nove analistas experientes e com histórico comprovado em renda variável.

O processo de alocação de capital entre os gestores é baseado em retornos ajustados ao risco no médio prazo.

O objetivo é superar o índice Ibovespa no médio prazo. Para isso, o fundo pode ficar comprado em ações e derivativos entre 70% e 130% do seu patrimônio, além de poder ter posições vendidas de 0 a 30%, mantendo uma exposição líquida em ações superior a 70% do patrimônio.

Buscamos operar o Tarkus com um *tracking error* em torno de 10% em relação ao Ibovespa ao longo do tempo.

É destinado aos investidores qualificados; a cota de resgate acontece em D+30 dias corridos.

²Sócio e gestor do time de gestão Renda Variável Brasil I.

³Sócio e gestor do time de gestão Renda Variável Brasil II.

⁴Kapitalo Tarkus Fundo de Investimentos em Cotas de Investimento em Ações (CNPJ n.º 28.747.685/0001-53).



TARKUS

Os analistas que compõem os dois times de gestão de renda variável no Brasil têm formações acadêmicas diferentes – de economia a direito –, cobrem setores específicos da indústria brasileira e trabalham juntos há mais de oito anos. É uma equipe multidisciplinar experiente, com alta especialização, histórico comprovado em renda variável e *turnover* baixíssimo.

Além da vasta experiência dos gestores e da equipe, o Tarkus está inserido em um ecossistema maior: o da própria Kapitalo. As vantagens disso se traduzem, principalmente, em dois aspectos:

1) interação constante da equipe de renda variável com as equipes de gestão, assim como com as de pesquisa macroeconômica e de commodities, proporcionando a condução de análises mais apuradas e completas; e

2) gestão de risco eficiente, que, desde a fundação da Kapitalo, é liderada por um dos sócios fundadores sem ligação com a gestão, mas que monitora diariamente a exposição dos 13 times de gestão, verificando o cumprimento dos limites preestabelecidos.

TIME DE RV

Marcio Pernanchini*
CFA

Utilities
Infraestrutura
Telecom

Luiz Bergmann*
CFA

Mineração e Siderurgia
Papel e Celulose
Óleo e Gás
Alimentos

Mariana Hernandez*
CFA

Consumo
Educação

Laura Macedo*

Serviço Financeiro
Saúde
Setor Imobiliário

Jessica Yamamoto*
CFA

Bens de Capital
Serviço Financeiro
Tecnologia

Ali Nasser

Utilities
Infraestrutura
Telecom

Fernando Lisboa
CFA

Setor Imobiliário
Saúde

Guilherme Cruz

Análise Quantitativa

Guilherme Mangili

Consumo
Educação

*sócios



TARKUS

POR QUE INVESTIR EM AÇÕES COM A KAPITALO?

Além dos gestores, a equipe de renda variável conta com 9 analistas experientes. Nosso time trabalha junto há mais de 8 anos e cobre todos os setores de renda variável brasileiros.

Equipe multidisciplinar experiente com alta especialização e histórico comprovado em renda variável.

Constante interação com as equipes de gestão, pesquisa macroeconômica e pesquisa de commodities da Kapitalo. Cultura que estimula competição com colaboração.

A equipe de Gestão de Riscos Independente é liderada por um sócio fundador com mais de 30 anos de experiência.

Uma característica importante do nosso processo é não restringir as oportunidades. Buscamos mudanças de percepção sobre as empresas que irão influenciar o preço das ações. Podemos ficar vendidos em empresas consideradas “de qualidade”, cujo passado mostrou métricas de rentabilidade acima da média se acreditarmos que os fatos futuros farão tais métricas declinarem e, conseqüentemente, o mercado repensar o nível de *valuation* atribuído à empresa. Também podemos comprar empresas que, no passado recente, não obtiveram rentabilidade satisfatória e, por isso, são vistas como de “baixa qualidade” pelo mercado, se avaliarmos como alta a probabilidade de apresentarem números melhores, com a conseqüente apreciação do preço de suas ações.

Ao longo do nosso histórico, nossos melhores investimentos comprados tinham uma característica em comum: serem negócios irreplicáveis, passando por dificuldades há algum tempo e com o mercado descrente sobre o futuro da empresa. Para as posições vendidas, o oposto: modelos de negócio considerados imbatíveis, passando por mudanças estruturais, e o mercado acostumado com um nível de *valuation* elevado. Se conseguirmos vislumbrar eventos que causarão a mudança de percepção do mercado sobre essas empresas, teremos uma tese.

Um dos reflexos de como o Tarkus foi desenhado é o seu processo de investimento, que estimula o debate coletivo e fomenta ampla cobertura de análise, sem viés setorial ou de empresa. Ele acontece em duas etapas: uma coletiva, outra individual.

Na primeira, a hipótese de investimento é construída a partir de triagem qualitativa e quantitativa, acesso às empresas e aos seus tomadores de decisão, monitoramento próximo da dinâmica competitiva e regulatória de cada setor, assim como reuniões regulares com *stakeholders* das companhias. A construção da tese, por sua vez, baseia-se nas análises de tendência micro e macroeconômicas, do valor intrínseco e relativo das empresas, do risco de reinvestimento dos fluxos de caixa e retornos compostos, assim como das perspectivas futuras para o setor e a companhia.

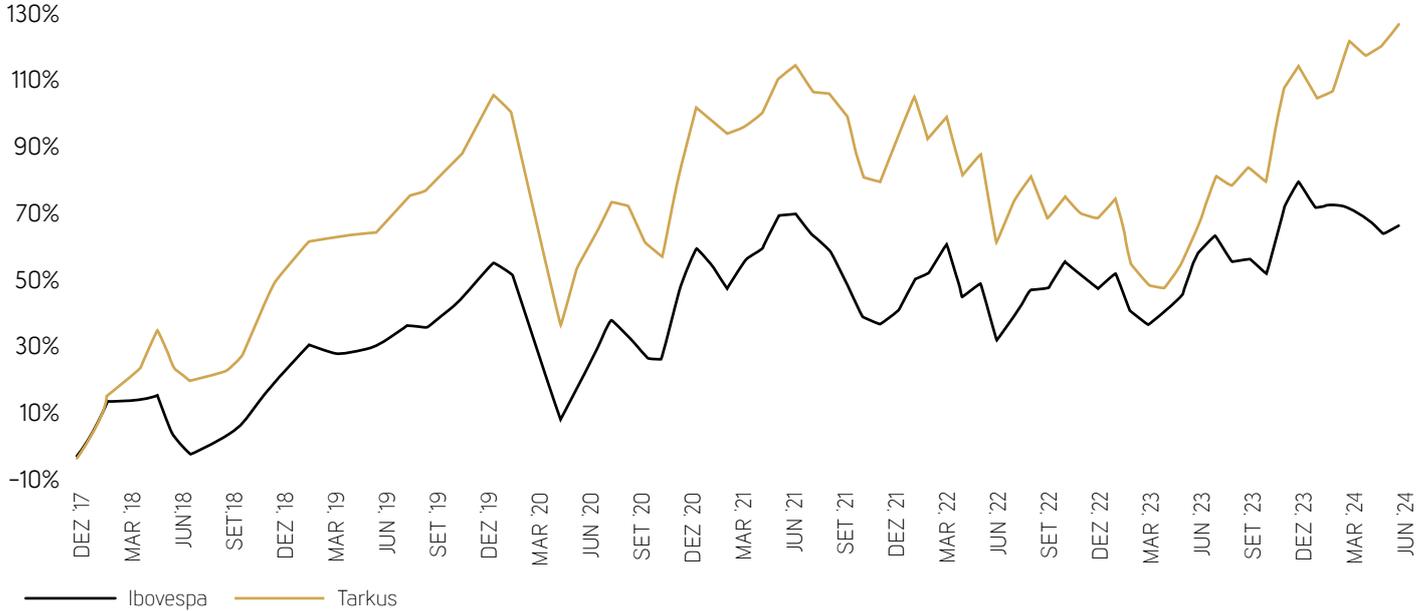
Reunidos esses elementos da primeira etapa, seguimos para a segunda, que consiste em um processo de tomada de decisão individual. Nele, há a busca constante pelos melhores instrumentos (ações, opções, crédito, dentre outros) para implementação das teses de investimento; nesse caso, o nível de convicção de cada um de nós determina o tamanho das posições. A construção do portfólio de cada gestor é realizada de forma independente, dentro de seus respectivos parâmetros de risco. De todo modo, é natural que o foco da equipe convirja para as maiores posições do fundo.

Com foco no longo prazo, lançamos um produto que, como todos os outros da Kapitalo, preza pela diversidade de análises e estratégias, excelência da equipe e consistência nos resultados.



TARKUS

PERFORMANCE DO FUNDO



A performance passada não é garantia nem um indicador confiável de performance futura e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita em relação à performance futura. (*) Performance desde o início: 06/11/2017. Dados até 28/06/2024. (**) 1 ano equivale ao intervalo de 30/06/2023 a 28/06/2024. Nome do fundo: Kapitalo Tarkus FIC FIA, CNPJ: 28.747.685/0001-53.

MÉTRICAS (desde o início)*

PERFORMANCE	127,67%
BENCHMARK (IBOV)	66,74%
ALPHA	60,93%
TRACKING ERROR ANUALIZADO	10,36%
INFORMATION RATIO	0,72

MÉTRICAS (1 ano)**

PERFORMANCE	36,80%
BENCHMARK (IBOV)	4,93%
ALPHA	31,88%
TRACKING ERROR ANUALIZADO	11,77%
INFORMATION RATIO	2,71



TARKUS

PARTE II CENÁRIO

Nos Estados Unidos, a discussão girou em torno do início do ciclo de corte de juros. Nos quatro primeiros meses do ano, observamos surpresas altistas nos dados de inflação, no contexto de um mercado de trabalho ainda resiliente. Essa conjuntura resultou no contínuo adiamento da expectativa do início do ciclo de afrouxamento monetário, e a taxa de juros se manteve inalterada durante todo o primeiro semestre. Em maio e junho, a inflação voltou a desacelerar, em conjunto com alguns dados de atividade. Sendo assim, iniciamos o segundo semestre num cenário muito parecido com o do início do ano, com o mercado precificando o início do ciclo de corte de juros no mês de setembro.

Além disso, em junho, ocorreu o primeiro debate presidencial, em que a performance do presidente Biden foi considerada fraca, aumentando preocupações sobre sua idade avançada. As pesquisas eleitorais realizadas após o debate indicam um aumento da vantagem de Trump na corrida presidencial. Assim, crescem especulações sobre uma possível substituição do candidato democrata.

Na Europa, na reunião de junho, o ECB cortou 25 pontos-base, mas deixou em aberto os próximos passos e revisou para cima as projeções de inflação de curto prazo mais do que o esperado. A inflação, principalmente o núcleo puxado por serviços, continua se mostrando mais firme do que no início do ano. Mas, do lado da atividade, o PMI de junho interrompeu a tendência de melhora dos últimos meses, com queda disseminada entre os setores e os países. Já no Reino Unido, a surpresa altista da inflação de abril vai atrasar o início do ciclo de corte do BoE.

Na China, apesar do crescimento acima da meta em 2023, o cenário econômico permanece desafiador. O mercado imobiliário está em crise desde 2021, e notamos enfraquecimento na confiança e renda das famílias. Apesar de o governo chinês ter implementado medidas de estímulo ao longo dos meses, os principais desafios econômicos ainda não foram resolvidos por completo. Março foi marcado pela leitura mais forte da inflação, pela leve melhora das vendas de casas e pelos dados de PMI, que também sugeriram aceleração da atividade no começo do ano.

Em maio, o governo chinês anunciou um programa de compras de casas prontas e não vendidas, para transformá-las em habitação barata e acessível às famílias mais pobres. O tamanho do programa deve ajudar a reduzir cerca de 15% do estoque de casas terminadas, que, desde o início da crise imobiliária, subiu 50%. Nos dados do fim do semestre, vimos a economia chinesa esfriando e perdendo o ímpeto de crescimento do começo de 2024.

No Brasil, após dois cortes de 50 pontos-base nas primeiras reuniões do ano e um terceiro corte de 25 pontos-base em maio, o Copom optou por manter a taxa Selic parada na reunião de junho, pausando o ciclo de cortes iniciado em agosto de 2023, que trouxe a taxa Selic de 13,75% para os atuais 10,50%. A projeção de inflação para 2025 é de 3,1%, com a SELIC inalterada. Além disso, foi publicado um decreto do CMN estabelecendo uma meta contínua para a inflação em 12 meses de 3% com banda de tolerância de 1,5% para cima ou para baixo.

Em relação às contas públicas, a arrecadação fiscal continuou a superar as expectativas no início do ano, mas o desafio de atingir a meta de superávit primário permaneceu grande. Em abril, o governo enviou o PLDO para 2025, alterando as metas de resultado primário para 2025 e 2026, mas ainda precisava de medidas significativas para atingir os parâmetros estabelecidos. Até o final do semestre, as receitas seguiram firmes, impulsionadas pelo bom desempenho do mercado de trabalho. No entanto, o rápido crescimento das despesas, especialmente com a previdência, gerou desconfiança quanto ao cumprimento da regra de crescimento das despesas em 2024. A contínua frustração com a arrecadação de medidas específicas, como as mudanças do Carf, sugeriu que o governo precisaria revisar a meta de superávit primário nos próximos bimestres.

A conjunção da reprecificação dos cortes de juros nos Estados Unidos, da revisão das estimativas do déficit em conta corrente, bem como a percepção do esgotamento da estratégia de equilibrar as contas públicas com o aumento de receitas, fez com que a taxa de câmbio tivesse um movimento relevante no semestre, com o dólar subindo de R\$ 4,85, no fim de 2023, para R\$ 5,59, em 30 de junho. Do lado positivo, o mercado de trabalho continua forte e a renda das famílias apresentou crescimento robusto no semestre.



TARKUS

Analisando prospectivamente o cenário para a bolsa, não enxergamos um cenário promissor para a expansão de múltiplos enquanto o par de déficits fiscais elevados com juros reais em patamares historicamente altos permanecer (o que, infelizmente, tem sido o resultado das ações do atual governo). Além disso, a manutenção das taxas de juros nos níveis atuais tende a piorar a lucratividade das empresas, seja pela manutenção de despesas financeiras elevadas, seja por uma eventual desaceleração nas receitas.

Olhando pelo lado positivo, observamos que a oferta global de várias *commodities* tem sido mais disciplinada.

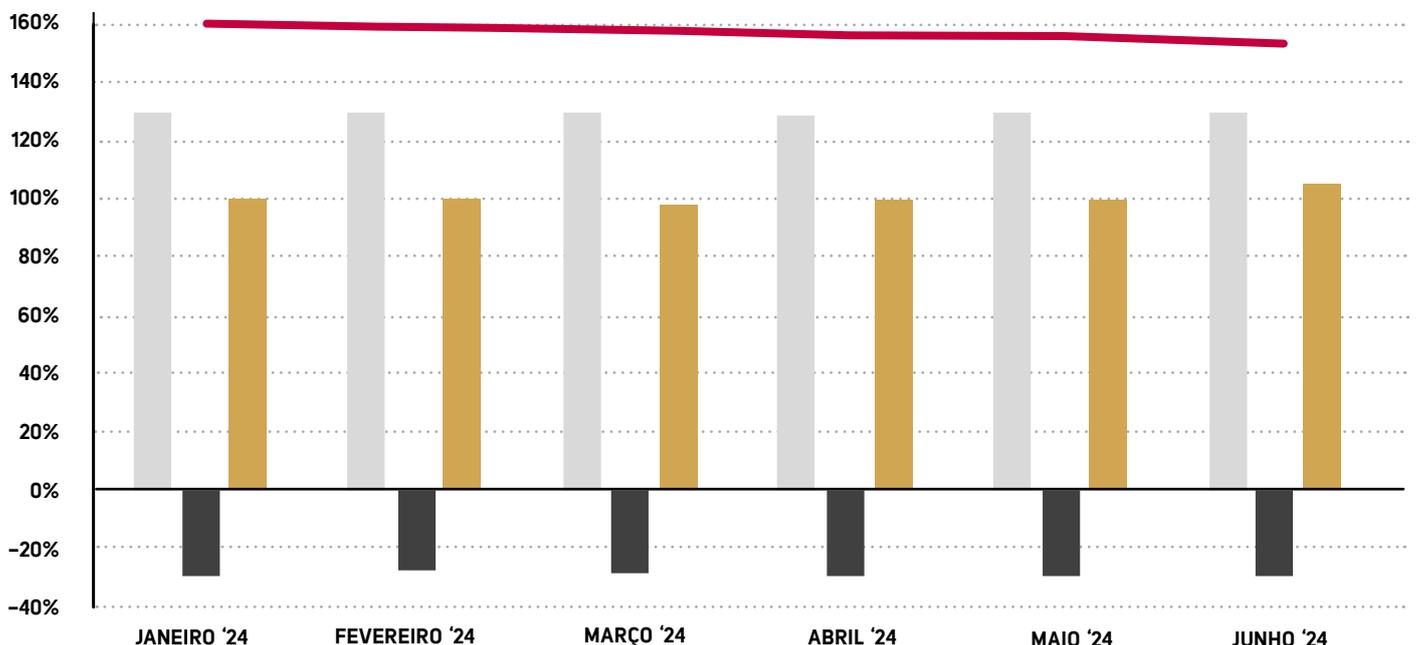
Nos últimos anos, seja pela dificuldade de obter licenças, seja pela maior disciplina de capital, o balanço do setor é bem diferente do de outras épocas. Vale lembrar que várias dessas *commodities* são importantes tanto para a pauta de exportação brasileira como para a representatividade da nossa bolsa.

Dessa forma, no portfólio do Tarkus, privilegiamos alocações em empresas exportadoras e em processo de desalavancagem, evitando empresas com balanços mais alavancados. Estamos atentos a eventuais mudanças no cenário, pois acreditamos que grande parte dos desafios vividos na economia durante este ano foi autoligida e, portanto, pode sofrer mudanças abruptas.

PARTE III RESULTADOS DO PERÍODO

No primeiro semestre de 2024, o **Kapitalo Tarkus** rendeu 5,77%, contra uma queda do Ibovespa de -7,66% no mesmo período. Desde o início, o fundo rendeu 127,67%, versus 66,74% do Ibovespa.

Ao longo do semestre, o Kapitalo Tarkus manteve uma exposição líquida média de 100,32%, fruto de uma posição média comprada de 128,35% e uma posição média vendida de -28,03%. A evolução dessas posições ao longo dos meses pode ser observada no gráfico abaixo:



TARKUS

O *tracking error*, ou seja, o desvio padrão dos retornos do fundo em relação ao Ibovespa, foi de 12,85%.

Vale ressaltar que, como a proposta do fundo é gerar retornos substancialmente acima do Ibovespa no médio prazo, é importante mantermos um *tracking error* relativamente alto ao longo do tempo.

Outra medida importante do nosso desempenho é conhecida por *information ratio*, que nada mais é do que o diferencial de performance do fundo contra o Ibovespa dividido pelo *tracking error*. No primeiro semestre de 2024, o *information ratio* do Tarkus foi de 2,37. As tabelas abaixo sintetizam os resultados deste semestre:

DATA	RENTABILIDADE MÊS	IBOV MÊS	DIFERENÇA
JAN '24	-4,83%	-4,79%	-0,04%
FEV '24	1,10%	0,99%	0,11%
MAR '24	7,41%	-0,71%	8,12%
ABR '24	-2,08%	-1,70%	-0,38%
MAI '24	1,62%	-3,04%	4,66%
JUN '24	2,85%	1,48%	1,37%
RETORNO ACUMULADO (28/12/2023 A 28/06/2024)	5,77%	-7,66%	13,43%

RETORNO ANUALIZADO

(28/12/2023 A 28/06/2024)

ALPHA	30,40%
DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	12,85%

INFORMATION RATIO **2,37**

RETORNO ANUALIZADO

(06/11/2017 a 28/06/2024)

ALPHA	7,46%
DESVIO PADRÃO (TARKUS-IBOV)	10,36%

INFORMATION RATIO **0,72**



TARKUS

Além dessas medidas de desempenho agregado do fundo, podemos fazer uma análise decompondo a rentabilidade do fundo pelos setores presentes em sua carteira:

SETOR	EXPOSIÇÃO* PORTFÓLIO	IBOVESPA	RETORNO ACIMA DO IBOV **
BANCOS	4,18%	20,09%	(0,05%)
BENS DE CAPITAL	(1,75%)	3,07%	(1,02%)
CONSTRUÇÃO	(1,82%)	0,43%	0,68%
CONSUMO	25,24%	9,25%	12,55%
EDUCAÇÃO	(2,02%)	0,31%	1,81%
SAÚDE	9,59%	4,72%	(2,33%)
MINERAÇÃO & SIDERURGIA	35,34%	16,08%	3,05%
PETRÓLEO & GÁS	8,44%	17,85%	(2,01%)
PAPEL & CELULOSE	13,75%	2,77%	1,17%
SERVIÇOS FINANCEIROS	5,49%	4,33%	(2,01%)
SHOPPINGS	(0,62%)	1,24%	0,10%
TECNOLOGIA	(0,85%)	1,06%	(0,14%)
TELECOM	-	1,54%	0,06%
TRANSPORTE & LOGÍSTICA	10,27%	5,20%	2,82%
ELÉTRICAS & SANEAMENTO	(3,33%)	12,07%	0,21%
FUTUROS/ETF	2,73%	-	0,16%
CAIXA	8,69%		0,06%
DESPESAS			(0,00%)
TOTAL	113,36%	100,00%	15,13%
DESPESAS FIC			(1,70%)
TOTAL			13,43%

Como podemos observar, os setores de Consumo, Mineração & Siderurgia e Transporte & Logística contribuíram positivamente para o desempenho relativo do fundo contra o Ibovespa no semestre, enquanto os setores de Saúde, Petróleo & Gás e Serviços Financeiros contribuíram negativamente. O posicionamento em Consumo foi acima do Ibovespa, com posição comprada em processadora de proteínas. Em Mineração & Siderurgia, mantivemos posição comprada em mineradoras de ouro e cobre.

Em Transporte & Logística, mantivemos posição comprada em fabricante de aeronaves. Já as nossas alocações no setor de Saúde foram os principais detratores de rentabilidade, principalmente pela posição comprada em operadora de saúde e oncológica. Em Petróleo & Gás, a posição abaixo do índice em estatal integrada de petróleo contribuiu negativamente para a performance.

Agradecemos a leitura!

* Exposição em 28/6/2024.

** Período de análise de 28/12/2023 a 28/6/2024.



TARKUS

Este conteúdo foi preparado pelas gestoras Kapitalo (Kapitalo Investimentos Ltda. e Kapitalo Ciclo Gestão de Recursos Ltda.), tem caráter meramente informativo e 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, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos destinatários. As gestoras não se responsabilizam por erros, omissões ou pelo uso destas informações. As informações referem-se às datas e condições mencionadas. Os cenários apresentados podem não se refletir nas estratégias dos diversos fundos geridos pelas gestoras Kapitalo AS ESTIMATIVAS, CONCLUSÕES, OPINIÕES, PROJEÇÕES E HIPÓTESES APRESENTADAS NÃO CONSTITUEM GARANTIA OU PROMESSA DE RENTABILIDADE OU DE ISENÇÃO DE RISCO. AOS INVESTIDORES, É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DE LÂMINAS, PROSPECTOS E/ OU REGULAMENTOS ANTES DE INVESTIR SEUS RECURSOS. As análises aqui apresentadas não pretendem conter todas as informações relevantes que um investidor deve considerar e, dessa forma, representam apenas uma visão limitada do mercado. Este conteúdo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância das gestoras.

**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA**

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3144
11º andar, Itaim Bibi – São Paulo, SP
01451-000
(11) 3956-0600
kapitalo.com.br