

Os fundos apresentaram bom resultado neste primeiro semestre de 2016. Em adição a um bom nível de acertos, fomos beneficiados por dois fatores, a destacar:

1. Alta volatilidade dos mercados:

Em momentos de alta volatilidade e emoção nos mercados, como vivenciamos neste primeiro semestre, tendemos a nos beneficiar, tirando proveito da irracionalidade momentânea dos mercados e dos *sector rotations* exagerados.

Muitas vezes, em meio a mudanças macro importantes, certas atitudes que podem fazer sentido para o investidor do ponto de vista macro perdem o sentido quando fatoramos o preço dos ativos na equação. Manter a racionalidade nestes momentos tende a beneficiar os nossos cotistas no médio/longo prazo.

Esta dinâmica pode ser bem exemplificada no caso de BVMF, a bolsa de ações e derivativos monopolista no Brasil. Em 2015, adquirimos posição ao redor de R\$ 9,0 por ação, quando o ativo negociava a cerca de 9x lucro *forward* (quando retirávamos o valor da participação detida por ela na Chicago Mercantil Exchange). Ou seja, em um momento no qual o mercado tinha supostamente certeza de que os volumes negociados na bolsa brasileira manter-se-iam deprimidos pela próxima década, o mercado nos oferecia um excelente ativo, com forte geração de caixa e caixa líquido no seu balanço, a um preço extremamente atrativo, preço este que oferecia uma enorme margem de segurança.

Um ano se passou, e com a mudança política que observamos, os participantes de mercado apresentaram supostamente novamente uma certeza, só que agora na direção oposta, de que os volumes negociados na bolsa brasileira cresceriam de forma sustentável ao longo da próxima década, levando as ações de BVMF a fechar o semestre a R\$ 18,0 por ação, e um múltiplo próximo a 19x lucro *forward*.

A mudança extrema de humor é algo que sempre nos impressiona, e que vem beneficiando os nossos fundos ao longo do tempo. Esse benefício é naturalmente amplificado em momentos de maior volatilidade.

Hoje não detemos mais posição em BVMF pela ausência de margem de segurança no investimento.

2. Reversão à média de algumas arbitragens:

Após um ano de 2015 desafiador para arbitragens de uma forma geral, no ano de 2016 as mesmas retornaram a patamares mais racionais. A irracionalidade que vimos no ano passado foi prejudicial aos nossos resultados em operações de valor relativo em 2015, no entanto, o movimento gerou oportunidades interessantes, em especial considerando-se os patamares de distorções que verificamos no final do ano. Estas distorções acabaram por nos beneficiar consideravelmente este ano. Destaca-se a arbitragem de Bradespar, explicada em detalhes em nossa última carta semestral.

Muitas vezes o exagero vem acompanhado de alguma perda no curto prazo, mas esta perda tende a ser mais do que compensada em janelas um pouco mais longas.

Discorreremos mais sobre arbitragens com mais exemplos específicos ao longo desta carta.

Antes de passarmos para as principais contribuições/posições dos fundos, vale mencionar a saída da Oceana de um sócio/analista, Daniel Arditti, que vinha focando em commodities nos últimos anos. A sua saída vem trazendo uma forte reflexão sobre nossa efetiva vantagem competitiva neste setor. Este tem sido um setor muito difícil para nós, não apenas do ponto de vista de resultados absolutos, mas também sob o aspecto do resultado gerado ajustado pelo tempo investido por parte do time de gestão. Como brincamos internamente, todo dia é dia de discussão em commodities, sempre há alguma notícia relevante ligada à China, ao câmbio, ou aos preços das commodities em diversas localidades do mundo. Dito isso, temos discutido se uma possível contratação, que manteria o time de análise/gestão em 7 pessoas (não incluindo *trading* e alugueis), deveria focar em uma pessoa para manter o nível de cobertura em commodities, ou se deveríamos focar em alguém para reforçar setores nos quais temos gerado alfa de forma consistente ao longo de vários anos. Nossa tendência no momento é seguir esta última opção.

Contribuições e principais alocações dos fundos:

1. *Utilities*: Equatorial e Transmissão Paulista

Equatorial:

Em nossa última carta semestral mencionamos Equatorial, destacando sua eficiência e qualidade de gestão, assim como seu potencial em gerar valor através de aquisições de empresas ineficientes, e executando um *turnaround* bem-sucedido nas mesmas. A cada *turnaround* executado pela Equatorial, como o evidenciado na Cemar e parcialmente evidenciado na Celpa (*turnaround* em andamento), a nossa confiança na contínua geração de valor via aquisições aumenta.

O ativo performou muito bem no semestre, apreciando-se mais de 40%. Este movimento ocorreu por 2 principais razões: (1) bons resultados apresentados, em especial o resultado do 4º Trimestre; (2) aumento da expectativa sobre a geração de valor da Equatorial em aquisições, em especial com a agenda da Eletrobrás de privatizar distribuidoras ineficientes no norte e nordeste.

O novo governo, apesar de ter sido iniciado há pouco mais de um mês, vem tomando medidas bastante positivas para o setor elétrico, como a nomeação de bons executivos de mercado para as posições chave no ministério de Minas e Energia/EPE/Eletrobrás, e preparação de venda das distribuidoras controladas pela Eletrobrás, tendo inclusive remarcado o leilão da primeira delas (Celg) para agosto. A venda da Celg e das seis distribuidoras controladas pela Eletrobrás representa uma ótima oportunidade de geração de valor para a Equatorial devido a: (1) capacidade da Equatorial de elevar o *ROIC* (Retorno sobre o Capital Investido) acima do retorno regulatório, através de reduções de custo e perdas comerciais; (2) aumento da base de ativos através de investimentos com baixo risco de glosa e retorno acima do custo de capital. Além disso entendemos que algumas distribuidoras privadas apresentam elevada probabilidade de serem vendidas, e enxergamos poucos potenciais compradores. Neste ambiente com muitas oportunidades de aquisição e baixa competição pelos ativos, acreditamos que a Equatorial seja capaz de criar mais uma frente de geração de valor.

Reduzimos um pouco mais da metade da posição ao final do semestre por conta da apreciação do ativo, e conseqüente redução da margem de segurança no investimento. Dito isso, Equatorial segue sendo uma posição relevante para os Fundos, oferecendo um retorno adequado (mas não enorme) para o investimento e com potencialidades importantes para frente.

Transmissão Paulista:

Transmissão Paulista foi uma contribuição importante no semestre. Começamos a montar a posição comprada no final do ano passado. A ação da companhia apresentava baixa liquidez, e a venda de uma participação acionária relevante em bolsa gerou a oportunidade para começarmos a investir. Chamou-nos a atenção o fato de uma companhia de transmissão de energia estar negociando naquele momento com uma taxa interna de retorno real para o acionista de cerca de 11,5%. O negócio de transmissão no Brasil apresenta receitas previsíveis, praticamente fixas e com baixo risco de inadimplência. Os custos operacionais são pequenos e a margem bastante elevada. O risco do negócio está na fase pré-operacional de construção da linha de transmissão. A Transmissão Paulista possui linhas e subestações praticamente 100% operacionais e, portanto, é um investimento de baixo risco, que deveria negociar com um prêmio de risco bem menor relativamente à NTN-B. A principal variável que justificava a existência de um prêmio elevado era a incerteza quanto ao valor e ao *timing* do recebimento pela empresa da indenização pelos ativos da RBSE (Rede Básica Sistemas Existentes) que foram revertidos para o poder concedente no final de 2012.

Ao longo do semestre passado, observamos alguns desdobramentos que nos deixaram mais confiantes quanto à monetização da indenização: (1) a recorrência de lotes vazios em leilões de novas linhas de transmissão organizados pelo poder concedente; (2) a deterioração da situação econômico-financeira da Eletrobrás, companhia que tem o maior valor a receber de indenizações entre as transmissoras. Monitoramos de perto ambos os eventos, com frequentes interações com as transmissoras, ministério e agência reguladora.

No fim do mês de abril, o Ministério de Minas e Energia (MME) publicou uma portaria definindo as regras gerais da indenização da RBSE, indicando o horizonte, a forma de pagamento e sobretudo a forma de correção da

indenização, que conduziria a um valor presente maior que o esperado pelo mercado. Isto foi determinante para uma forte reprecificação da ação da Transmissão Paulista (desde a montagem da posição inicial a ação se valorizou aproximadamente 50%).

Após a forte apreciação da ação, passamos a enxergar a empresa negociando a uma taxa interna de retorno mais coerente. Contudo, vemos potenciais catalisadores que podem adicionar valor considerável à Transmissão Paulista, e que nos fazem manter cerca de 50% da posição pré-portaria do MME: (1) descontinuação da contribuição para o fundo de pensão dos ex-funcionários da companhia no período estatal, que entendemos que deveria ser de responsabilidade do Estado de SP; (2) contratação de novos projetos de transmissão em leilões vindouros. Cabe destacar que no último leilão de novos projetos de transmissão realizado em abril deste ano, o retorno estimado para o capital próprio foi de dois dígitos. Por outro lado, há risco de incidência (mesmo que parcial) de imposto de ganho de capital sobre a indenização, a despeito de conceitualmente fazer sentido a não incidência do imposto e da área técnica da ANEEL aparentemente ser favorável à não-incidência.

2. *Real Estate*: Direcional e Gafisa

Direcional foi uma importante contribuição para os fundos no semestre. A oportunidade de investimento se deveu em especial à diferença entre a forma que o mercado avalia um ativo de incorporação versus como avaliamos internamente.

Tipicamente o mercado tem um foco maior no demonstrativo de resultados, e métricas como ROE do ano específico, enquanto internamente temos um foco maior no balanço das incorporadoras.

De uma forma muito sumarizada, não adoramos o *business* de incorporação imobiliária. Entendemos que é um negócio de retornos limitados, que trabalha tipicamente com um ciclo longo, alavancagem não desprezível, e riscos de cauda significativos. Com isso em mente, naturalmente buscamos adquirir ativos no setor de incorporação com descontos substanciais para o seu valor intrínseco.

Essa estratégia, apesar de fazer sentido no papel, dado que o patrimônio é relativamente líquido (quando comparamos com uma fábrica), muitas vezes não funciona por algumas razões, valendo destacar:

- Alavancagem: O fluxo de caixa tem um *timing* mais incerto do que o mercado acredita. Depende da velocidade de vendas, repasse junto aos bancos (a incorporadora recebe cerca de 70% do caixa relativo à venda de uma unidade somente após o repasse para os bancos), quanto das vendas constituem estoque pronto, dentre outros diversos fatores. Ou seja, contar com o dinheiro antes dele entrar no caixa é perigoso. Por isso não nos aventuramos em incorporadoras muito alavancadas.

- Patrimônio Líquido pode ser uma boa referência de valor ou não: O patrimônio líquido abriga ativos que têm como referência o custo histórico, mas muitas vezes o valor de mercado para liquidação é inferior. Por vezes os custos administrativos sugam parte do valor que será gerado ao longo dos anos. Ou seja, em algumas situações o valor patrimonial simplesmente não reflete o valor econômico dos ativos. Sob esta ótica, entender os ativos que constam no balanço é fundamental. E vale ressaltar que quanto maior a alavancagem, maior o risco do balanço estar sendo mal interpretado. Mais uma razão para se distanciar de ativos extremamente alavancados.

- Alocação de Capital: Se estamos comprando um ativo a 20% ou 30% do valor patrimonial, mesmo que tenhamos feito a análise do balanço e alavancagem de forma 100% correta, a alocação de capital pode destruir o *investment case*. Se uma incorporadora é disciplinada, à medida que os ativos de balanço se tornam caixa (ou viram novos bons investimentos), nós somos beneficiados dado o nível de desconto do ativo. No caso inverso, se uma incorporadora segue investindo em novos empreendimentos pouco rentáveis ao longo do tempo, o caixa potencial que hipoteticamente retornaria para nós poderá ser dilapidado ao longo do tempo em uma série de investimentos ruins. Ou seja, é fundamental a boa alocação de capital por parte da companhia.

Em Direcional, encontramos uma combinação de boas características: (1) um ativo que chegou a negociar abaixo de 30% do valor patrimonial; (2) uma das menores alavancagens do setor; (3) *management* e controlador que entendemos como bastante alinhados com os minoritários. A nossa maior aquisição de ações foi a um preço ao redor de R\$ 3,50/ação, quando a ação negociava ao redor de 30% do valor patrimonial. Naquele momento,

julgávamos (e ainda julgamos) a estratégia da empresa acertada: a cia reduziu de maneira brusca a sua exposição à média renda e passou a concentrar seus investimentos no seu *business* de baixa renda.

O *business* de baixa renda conta com algumas características bem positivas: (1) conta com financiamento barato do FGTS; (2) um modelo de crédito associativo, no qual o repasse é feito na planta, o que reduz o capital de giro e leva o distrato para próximo de zero; (3) ciclo de construção mais curto, também reduzindo o capital de giro.

No caso de Direcional, esperávamos que a cia apresentasse forte geração de caixa por conta da entrega de obras passadas. Como o *business* de baixa renda não demanda muito capital de giro, estimávamos que tal geração de caixa seria direcionada para dividendos. Em empresas que negociam a uma fração do valor patrimonial, a distribuição de dividendos gera um efeito desproporcionalmente bom para os acionistas. Tomemos como exemplo uma empresa com valor de mercado de R\$ 500 milhões e um patrimônio líquido de R\$ 2 bi, ou seja, negocia a 25% do seu valor patrimonial. Supondo que a mesma distribua somente 10% do seu patrimônio líquido, ou seja R\$ 200 milhões, ela estaria gerando para os acionistas um *dividend yield* enorme, de 40%! Quanto maior o desconto do valor de mercado para o patrimônio líquido, maior a potencialidade desta monetização.

Após o ativo se valorizar para um nível próximo de R\$ 6/ação, reduzimos substancialmente a posição. Atualmente a posição é de cerca de 25% do tamanho original. Uma posição marginal nos fundos, mas dada a nossa percepção de qualidade do ativo e do alinhamento do *management* e controlador, certamente um ativo que seguiremos cobrindo de perto.

Ao mesmo tempo em que Direcional se valorizava e a posição era reduzida, observamos uma nova empresa de incorporação apresentar-se como oportunidade: Gafisa.

Após diversos anos de retornos inadequados, coroados por um resultado do 1º trimestre de 2016 que qualificaríamos como péssimo sob o ponto de vista de demonstrativo de resultados (mas onde é importante ressaltar que a empresa gerou caixa), as ações da Gafisa se desvalorizaram substancialmente, oferecendo uma oportunidade de investimento interessante. Ao longo do mês de junho, compramos um lote substancial de ações a R\$ 1,85/ação, preço este que equivalia à empresa negociar a cerca de 22% do valor patrimonial. A empresa apresenta uma alavancagem um pouco mais alta do que a Direcional, mas ainda assim adequada.

A Gafisa apresenta basicamente 3 unidades de negócio: (1) Segmento Gafisa: média/alta renda; (2) Segmento Tenda: baixa renda; (3) Segmento Alphaville: loteamento.

Alphaville, maior loteadora do país, é um ativo em que a Gafisa detém participação de apenas 30%. Há cerca de 3 anos (jun/2013), a Gafisa vendeu 70% de Alphaville para o fundo de *private equity* norte americano Blackstone e para o Pátria (fundo de *private equity* local em que a Blackstone possui 40% de participação). Naquela época, 100% de Alphaville foi avaliado em R\$ 2 Bilhões, ou cerca de 300% do valor patrimonial. Como a Gafisa vendeu apenas 70% do Alphaville, ela recebeu R\$ 1,4 Bi, e manteve uma participação de 30% que, aos preços da época, seria o equivalente a R\$ 600 Mi. Vale ressaltar que o valor de mercado atual da Gafisa inteira é de cerca de R\$ 750 Mi.

Tenda está focada na baixa renda, segmento que conhecemos bem por ser o foco da nossa velha conhecida Direcional. Como já dito, vemos o *business* de baixa renda como um bom negócio enquanto a dinâmica do FGTS manter-se como está. Porém, dado o risco de mudanças na dinâmica do FGTS, somos cautelosos em projetar bons retornos nas diversas empresas de baixa renda até a perpetuidade, apesar de não apostarmos em nenhuma ruptura no curto/médio prazo.

O segmento Gafisa, que leva o mesmo nome da companhia, é o segmento mais problemático da empresa. Média/Alta renda é um *business* desafiador, no qual o ciclo é mais longo, e o retorno tem se mostrado medíocre ao longo do tempo, em especial ao ajustarmos para o nível de risco incorrido. Neste segmento nosso pleito junto à empresa é por manter o nível de lançamentos comedido (focando apenas nos empreendimentos que apresentam alta rentabilidade e margem de segurança), e focar na conversão de ativos em caixa (na medida do possível, é claro). Este é um segmento no qual vemos pouco valor no negócio, mas muito valor no balanço, onde temos R\$ 1,6 Bi de patrimônio líquido que adorariamos ver sendo convertidos em caixa ao longo do tempo. Nesse caso, o benefício de conversão de patrimônio em caixa e posteriormente dividendos é similar ao que ocorria em Direcional, em especial dado o alto desconto de Gafisa para o valor patrimonial.

Talvez o maior risco para o investimento seja a disciplina de alocação de capital no segmento Gafisa (média/alta renda). Este risco é relevante, mas é minimizado pelo histórico recente, dado que a empresa soube fazer um downsizing da estrutura da Gafisa, além de se aproveitar de momentos em que o mercado ofereceu boas oportunidades para efetuar recompras agressivas de ações. Além disso, a estrutura de controle favorece a racionalidade, por apresentar um *hedge fund* local com cerca de 20% de participação na cia. Além desta participação, vale mencionar o Pátria com mais de 5% de participação. Nós adquirimos cerca de 3% da empresa.

Uma opcionalidade para o investimento é a ocorrência de algum potencial movimento de M&A. Como mencionado, fundos de *private equity* adquiriram 70% de um dos segmentos da Gafisa (Alphaville) por R\$ 1,4 Bi. Será que o atual valor de mercado da Gafisa, de aproximadamente R\$ 750 Milhões, ou eventualmente 2x este valor em uma possível oferta para adquirir a totalidade da empresa, não representaria uma forma barata para um investidor estratégico comprar os 30% restantes de Alphaville e ainda abocanhar um ativo com escala por uma fração do valor justo? Não acreditamos que esta hipótese deva ser desprezada enquanto Gafisa negociar a 24% do valor patrimonial.

3. Educação:

O setor de educação foi favorecido pelo potencial M&A entre Kroton e Estácio, operação que possivelmente destravaria um valor importante em sinergias. Esta expectativa beneficiou ambos os ativos e o fundo.

Conforme colocado em nossa última carta semestral, esperávamos que a Kroton seguisse gerando valor em M&A ao longo do tempo:

“Esse diferencial de eficiência, aliado a um histórico extremamente bem-sucedido de aquisições e a um balanço sem dívida (quando o caixa é ajustado para a venda de Uniasselvi), oferece à Kroton um excepcional ambiente para geração de valor via aquisições”

Apesar do que colocamos na última carta, não esperávamos o desfecho de uma aquisição/fusão relevante tão cedo. A proposta da Kroton pela Estácio foi uma grata surpresa no semestre.

Acreditamos ser elevada a probabilidade de concretização do *deal*, em especial pela intercessão muito elevada entre a base acionária das duas companhias. Observando a base de acionistas da Estácio, 44% do total também têm participação relevante na Kroton (com base na última atualização disponível). Observando-se exclusivamente o interesse dos acionistas, entendíamos que a tendência seria pela aprovação do *deal*, com algum favorecimento à Estácio versus Kroton, considerando o percentual do capital das empresas detidos por cada acionista.

Apesar dos riscos de não concretização da operação, é importante entender a potencialidade do ativo combinado. Com o *deal* concluído, a empresa combinada apresentará uma elevada taxa interna de retorno assim como múltiplos consolidados atrativos, em especial se subtrairmos o valor presente das sinergias (estimados de forma conservadora) do valor de mercado da entidade combinada.

Considerar sinergias antes da efetivação das mesmas sempre constitui um risco, mas no caso de Kroton, as inúmeras aquisições bem-sucedidas (entre elas a maior e última – Anhanguera) e a qualidade do time de gestão minimizam este risco. Assumindo a efetivação da operação, entendemos que a nova entidade oferecerá duas características interessantes aos investidores: ela combinará potencial de crescimento com elevada distribuição de dividendos, combinação esta que poderia levar a uma futura expansão de múltiplos.

Seguimos enxergando a Kroton como uma companhia muito bem administrada e com significativa vantagem competitiva num setor regulado ainda bastante pulverizado. Assim, esperamos que a empresa continue gerando valor para seus acionistas ao longo do tempo.

4. Outras contribuições long relevantes:

Entre outras contribuições importantes para os fundos esse semestre, destacamos bancos (Itaúsa e Bradesco) e Cielo. Tecemos comentários sobre ambas em nossa última carta semestral. Ambas seguem como importantes posições para os fundos.

5. Arbitragens:

Conforme mencionamos em nossa última carta, 2015 foi marcado por alguma irracionalidade nos diversos descontos de *holding*. Segue um trecho da nossa última carta de gestão mencionando Bradespar e Metalúrgica Gerdau, duas *holdings* que eram avaliadas de formas totalmente distintas pelo mercado:

“Quando observamos o ratio dívida líquida/ativos totais, chegamos a um nível relativamente confortável de 25%. Como comparação, o ratio de Metalúrgica Gerdau é 45%, mesmo após o aumento de capital, e negocia com um desconto de holding ao redor de 5%. Curioso notar a diferença de percepção de risco do mercado para as duas situações”

Ou seja, naquele momento víamos duas situações de holdings com algum risco de alavancagem, mas com descontos totalmente diferentes. Bradespar negociando com um desconto de holding de impressionantes 60% enquanto a Metalúrgica Gerdau negociava com um desconto de 5%. Naturalmente cada caso apresenta suas particularidades, mas a diferença de como o mercado avaliava as duas situações era gritante.

Felizmente conseguimos tirar proveito de ambas as oportunidades. O desconto de Metalúrgica Gerdau ampliou-se para níveis mais razoáveis, de 30%, enquanto o desconto de Bradespar reduziu-se para o nível de 37%. Após os ganhos observados, zeramos a arbitragem em Gerdau versus Metalúrgica Gerdau, enquanto reduzimos de forma relevante a nossa exposição no desconto de Bradespar versus Vale e CPFL, à medida que a margem de segurança se reduziu.

Voltando um pouco a alguns detalhes da nossa operação em Bradespar, alguns fatores são dignos de nota.

Dada a enorme distorção entre preço da *holding* e valor da soma das participações detidas por ela, aproveitamos aquele momento para montar uma posição expressiva para os Fundos, inclusive tendo que anunciar em fevereiro que atingimos mais de 5% das ações preferenciais da companhia.

Devido à nossa relevância na empresa, e acreditando ser de importância material no *investment case*, decidimos adotar uma postura de governança mais ativa. Inicialmente enviamos uma carta ao conselho de administração sugerindo a venda das ações de CPFL detidas pela Bradespar com o objetivo de liquidar a dívida e transformar a Bradespar em uma *holding* pura com posição no bloco de controle da Vale, sem outros ativos e sem alavancagem. Entendemos que essa ação beneficiaria o desconto da *holding*. Posteriormente, elegemos em conjunto com outro acionista minoritário um membro para o conselho de administração, o Sr. Eduardo Parente.

Apesar do nosso esforço na parte de governança, acabamos por deter esta posição expressiva em Bradespar por um período mais curto que esperávamos. O fechamento do desconto de *holding* ocorreu de forma rápida, o que potencialmente fará com que nosso esforço de governança venha a beneficiar outros acionistas até mais do que nossos fundos.

Para maiores detalhes sobre a operação de Bradespar, recomendamos a leitura de nossa última carta semestral.

Sobre arbitragens e operações de valor relativo de forma geral, um último ponto a mencionar, é a melhora do mercado de aluguéis de ações como um todo ao longo do primeiro semestre de 2016. A queda expressiva das taxas de aluguéis de ações verificadas em uma gama variada de ativos ao longo da segunda metade do semestre é digna de nota. Após dois anos operando em um mercado de aluguéis extremamente difícil, a evolução recente é certamente animadora para as nossas operações *short* e de valor relativo. Dado que este é um evento muito recente, é difícil avaliar se esta dinâmica será mais duradoura. Seguiremos passando *updates* sobre o tema nas próximas cartas.