

Nesta carta de gestão, iremos comentar a performance dos fundos da Oceana no primeiro semestre de 2014 e, em seguida, apresentar o case de Suzano, posição que foi adicionada às carteiras dos Fundos no segundo semestre de 2013.

Oceana Long Short FIM

O fundo Oceana Long Short obteve uma performance de 5,10%, ou 102,64% do CDI no primeiro semestre de 2014. Desde o seu início em março de 2006, o fundo obteve uma performance de 182,06%, ou 138,32% do CDI.

No ano, as principais contribuições positivas foram geradas por *pair trades* nos setores de consumo, construção civil e de papel e celulose, e por operações de distorção de valor compradas em educação e infraestrutura e vendidas em saúde. As principais contribuições negativas foram geradas por uma arbitragem do setor elétrico e um *pair trade* no setor industrial.

Oceana Long Biased FIC FIA

No ano, o fundo Oceana Long Biased FIC FIA obteve uma performance de 2,41%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 4,97% e o Ibovespa apresentou uma performance de 3,22%. Desde o seu início em dezembro de 2010, o fundo obteve uma performance de 51,59%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 37,72% e o Ibovespa apresentou uma performance de -20,96%.

No ano, a estratégia *long*, com uma exposição líquida média de 58,6%, gerou um resultado positivo de 0,89%. A estratégia *short*, com uma exposição líquida média de 9,2%, gerou um resultado negativo de -0,01%. A estratégia de valor relativo gerou 0,57% no período. Setorialmente, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores financeiro, infraestrutura e consumo. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores de mineração e siderurgia, elétrico e industrial.

Oceana Valor FIC FIA

O fundo Oceana Valor FIC FIA obteve uma performance de 1,82% no ano, enquanto o IBX apresentou uma performance de 3,01% e o Ibovespa apresentou uma performance de 3,22%. Desde o seu início em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 94,07%, enquanto o IBX apresentou uma performance de 32,58% e o Ibovespa apresentou uma performance de 6,77%.

No ano, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores financeiro, de infraestrutura e de consumo. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores industrial e de mineração e siderurgia.

Oceana Selection FIA

O fundo Oceana Selection FIA obteve uma performance de 0,90% no ano, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de 3,22% e o IBX apresentou uma performance de 3,01%. Desde o seu início em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 4,17%, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de -12,85% e o IBX apresentou uma performance de -0,98%.

No ano, assim como o Oceana Valor FIC FIA, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores financeiro, de infraestrutura e de consumo. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores industrial e de mineração e siderurgia.

Suzano

A Suzano é uma empresa focada na produção de celulose e também de papel de diferentes tipos (papel não-revestido, papel-cartão e papel revestido). Ocupa a posição de segunda maior produtora de celulose de eucalipto do mundo e a quarta maior produtora de celulose de mercado. No segmento de papel, é responsável por cerca de 40% da produção brasileira de papel para imprimir e escrever e papel-cartão.

Apesar de ser uma empresa situada em um setor com características de Commodity, em que tipicamente o câmbio e o cenário macro internacional são preponderantes para a evolução de resultados, acreditamos que o investimento em Suzano apresenta diversas características interessantes, ligadas ao momento que a empresa está passando e às perspectivas dos próximos anos.

Do ponto de vista operacional, a empresa está completando um ciclo de investimento muito pesado em sua planta de celulose no Maranhão, investimentos estes que a levaram a uma alavancagem elevada ($\approx 5x$ EBITDA). Com o crescimento de geração de caixa trazido pelo projeto (esperamos um crescimento de $\approx 45\%$ no EBITDA da empresa), a desalavancagem ocorrerá muito rapidamente, e com ela uma redução relevante do risco para o *equity*. Estimamos que, no final de 2016, a empresa já apresente alavancagem próxima de $2,5x$ EBITDA, patamar exigido pelas agências de *rating* de crédito para obtenção do *Investment Grade*.

Do ponto de vista de gestão e estratégia, observamos uma mudança bastante relevante com a chegada de Walter Schalka como novo *CEO* da empresa, no início de 2013. Sua chegada à empresa foi acompanhada por uma definição mais clara de seu foco estratégico: entregar o projeto do Maranhão *on-time* e *on-budget*; promover a desalavancagem da empresa e revisar os projetos de crescimento (retornos observados muito baixos). Vimos essa mudança não só como uma simples mudança de *CEO*, mas também como uma mudança na postura do conselho (e do controlador), ratificando nossa confiança em relação à probabilidade de sucesso dessa nova fase.

Associada à definição clara do foco da empresa, o novo *CEO* vem promovendo uma mudança de gestão e alinhamento de interesses, que acreditamos ser de alcance poderoso para geração de valor em diferentes áreas da empresa. Walter promoveu mudanças importantes na alta direção, e vem trabalhando melhor o sistema de avaliação e incentivos de todas as áreas. A empresa está saindo de um sistema em que focava em geração de EBITDA para um sistema focado em avaliação de retorno, fluxo de caixa e *EVA* (*Economic Value Added*). Acreditamos que essa é uma das mudanças mais importantes para se chegar a uma cultura de geração de valor para os acionistas com reflexos positivos no curto prazo e no longo prazo para a empresa.

Redução de Custos

As mudanças trazidas pelo novo *CEO* já apresentaram seus primeiros resultados no quesito corte de custos. Estes primeiros resultados apresentados, na verdade, foram consequência de um trabalho que já estava sendo feito anteriormente à sua chegada à empresa, mas entendemos que sua atuação foi importante para o aprofundamento dessas medidas e identificação de novas frentes de cortes de custos para o futuro. A empresa passou, com ajuda de uma consultoria, por um processo de revisão da estrutura e implementação de orçamento matricial, no qual foram identificados potenciais cortes de custos e melhora de eficiência em diversas frentes, incluindo as áreas administrativa, logística e operacional das fábricas.

Os primeiros resultados podem ser percebidos na evolução das Despesas Gerais e Administrativas, que caiu 7% em termos nominais em 2013, mesmo em um cenário de aumentos salariais e no meio da execução do projeto do Maranhão. Na frente logística, houve uma simplificação de sua atuação, que antes era realizada de forma separada (*inbound* de madeira, *inbound* de outras matérias-primas, *outbound* de papel e *outbound* de celulose) e foi reunida em uma única diretoria, que tem como foco, além de contratar de maneira unificada, pensar no sistema de uma forma mais integrada e eficiente. Uma outra medida relevante que está sendo implantada nessa área é o aumento do uso de caminhoneiros autônomos, principalmente para abastecimento de madeira que visa relevante redução de custo (apesar de entendermos os ganhos nessa frente, preferimos, por conservadorismo, não considerar cortes em logística nas nossas contas). Na frente operacional das fábricas, foram identificados diversos investimentos pequenos, mas de alto retorno (geralmente com *payback* de 1-2 anos), para melhora de eficiência operacional. Esses investimentos

encontravam-se represados devido ao foco anterior da companhia em crescimento. Nessa frente, foram investidos R\$150 milhões em 2013, com adicionais R\$150 milhões previstos para 2014, e acreditamos ainda existirem oportunidades relevantes para os próximos anos (consideramos em nossas contas esses investimentos apenas até 2014; a cada R\$150 milhões investidos nos próximos anos, estimamos uma geração de EBITDA extra de R\$40-50 milhões por ano).

A variável mais relevante em termos de custos para uma produtora de celulose é a madeira, que representa aproximadamente 40% do custo caixa total da celulose. Esse é um item que tem sido responsável por pressões crescentes no resultado da empresa, por conta de um problema que alguns clones específicos estão apresentando com o menor nível de chuva na região do sul da Bahia no período de 2008-2009, reduzindo a produtividade média esperada de forma relevante. As consequências disso são duas: maior dependência de madeira de terceiros (passou de 25% para mais de 50% do total de madeira utilizada) e aumento expressivo do raio médio da colheita (distância entre a colheita da madeira e a fábrica), ambas pressionando bastante os custos. Esse problema foi comum a outras empresas que atuam na região (Fibria, por exemplo), mas como a celulose de mercado da Suzano está concentrada na Bahia, esse fenômeno ficou mais evidente na sua evolução de custos. A tendência dessa situação é a produtividade ser normalizada conforme são colhidos os clones mais adaptados já plantados desde 2009-2010, o que a empresa prevê que aconteça a partir de 2016. Apesar de tal fenômeno ter sido bem divulgado pela companhia, essa é uma linha que vemos poucos analistas normalizando para frente, e que terá um efeito relevante nos resultados (estimamos em R\$120 milhões no EBITDA).

Potencialidades do Mercado de Papel

Apesar do crescimento maior de geração de caixa e desalavancagem nos próximos anos virem do segmento de celulose, o segmento de papel também apresenta diversas fontes de crescimento e geração de valor que, na nossa opinião, são menos considerados pelo mercado.

Do total da receita da Suzano, em 2013, aproximadamente 45% vieram de celulose e 55% de papel. Com o projeto do Maranhão, nossa expectativa é de que essa contribuição se inverta, passando a ser 60% de celulose e 40% de papel.

No segmento de papel, a Suzano atua no mercado de papel não-revestido (imprimir e escrever), papel-cartão (embalagens) e revestido (comercial/marketing). A representatividade de cada tipo é de, respectivamente, 62%, 22% e 16% da receita de papel (2013).

No segmento de papel não-revestido, seu posicionamento competitivo no Brasil é excelente. É o segundo maior *player* num setor extremamente consolidado (Suzano + International Paper têm aproximadamente 70% do mercado), em um mercado em que a gestão de canais e a capilaridade podem agregar um valor interessante ao resultado da empresa (existem mais de 20 mil gráficas no Brasil, sem contar papelarias). Um dos focos de atuação da nova gestão da empresa tem sido a tentativa de agregar mais margem nas vendas de papel ao fazer a venda direta usando distribuição própria. Antes dessa iniciativa, a empresa vendia algo em torno de 80% do volume de papel através de distribuidores terceirizados, mesmo sendo dono da maior distribuidora de papel da América Latina (SPP-KSR). Em 2014, parte desse esforço começou a ser colocado em prática e seu resultado deve começar a ser percebido a partir desse ano. Acreditamos que essa mudança possa agregar um ganho de 2-3% no preço médio realizado de papel no mercado interno (não considerados nas nossas contas).

Além disso, outra frente de melhora de rentabilidade para a empresa é a mudança do seu *mix* regional de vendas. Naturalmente, as melhores margens da empresa estão nas vendas para o Brasil, depois para o resto da América Latina e, por último, para o resto do mundo. Ao longo do tempo, com o consumo no Brasil crescendo entre 1-2% e o da América Latina ex-Brasil entre 3-4%, é natural que a empresa deixe de exportar para a Europa ou América do Norte e passe a focar nos mercados mais próximos, agregando maior rentabilidade aos seus ativos atuais.

A International Paper (Operação América Latina) fala mais desse efeito sobre seus resultados. Em 2012, por exemplo, o EBITDA/ton de suas vendas no Brasil foi de US\$470, enquanto na América Latina (ex-Brasil) foi de US\$270 e na Europa foi de US\$130. Esperam passar suas vendas para a América Latina de 73% para 100% do total de vendas nos

próximos 4-5 anos. No caso da Suzano, acreditamos que possa acontecer movimento semelhante (consideramos apenas parcialmente esse efeito em nossas contas).

Do ponto de vista de mercado, existe outro fator que pode contribuir com a melhora de rentabilidade da indústria: a redução da importação ilegal de papel imune. No Brasil, a importação de papel para a utilização editorial (livros e periódicos) é isenta de qualquer imposto na cadeia, o chamado papel imune. Em 2013, no Brasil, cerca de 55% do consumo de papel revestido e 5% de papel não-revestido foram abastecidos por importação. Apesar de ser difícil auditar esse número, a estimativa do mercado é de que 600 mil ton de papel, de um mercado total de 1900 mil ton de papel revestido e não revestido, sejam importados como imunes, mas utilizados para outros fins, o que pode gerar uma diferença de preço de até 30-35% em relação aos papeis importados legalmente.

A fim de combater essa ineficiência, foram implementadas algumas iniciativas ao longo dos últimos anos: RECOPI - Reconhecimento e Controle das Operações com Papel Imune, que é o cadastramento de todas as empresas da cadeia que realizam operações com papel imune, instaurado no final de 2010 no Estado de São Paulo, e expandido para outros nove Estados a partir do segundo semestre de 2013; e a exigência de rótulo diferenciado para os lotes de papel importados como imune (para evitar as exportações ilegais oportunistas, ou seja, não planejadas), a partir do segundo semestre de 2013 também. Essas medidas, associadas à valorização do dólar, já trouxeram efeito de redução relevante na importação de papel no 1º semestre de 2014 (1S14, por exemplo, importação caiu cerca de 15% versus 1S13). A solução dessa brecha fiscal pode trazer um ambiente mais saudável de competição, podendo propiciar níveis de preços maiores ao longo do tempo ou, no mínimo, ganhos de *market share* por parte dos produtores brasileiros (não consideramos isso nas nossas contas).

Entradas de Capacidade de Celulose

Uma discussão recorrente sobre o setor de celulose é a capacidade de organização dos produtores em relação à entrada de capacidade nova no mercado. Apesar de haver inúmeros projetos anunciados para os próximos anos, acreditamos que alguns deles não devem sair do papel ou serão adiados, principalmente os que estavam programados para entrar em 2017 em diante. Com as atuais condições de custos e CAPEX, não vemos atratividade nos projetos com preço de celulose CIF Europa abaixo de US\$770/ton, considerando dólar de R\$2,30.

Um fator que pode ajudar nessa maior disciplina no mercado são as novas diretrizes do BNDES para empréstimos a projetos do setor. A contribuição máxima de financiamento passou de 60% para 50% do investimento, sendo que a parte ligada à TJLP caiu de 80% para 70% do total financiado. Essa mudança reduz a disponibilidade de crédito para o setor, pois além de ser uma fonte de financiamento com custo muito competitivo (*spread* sobre TJLP), algumas vezes representa a única fonte de financiamento para empresas que se encontram muito alavancadas ou são novos entrantes que não têm balanço para tomar dívida no mercado. O melhor exemplo disso é a Eldorado, novo entrante que inaugurou a primeira fábrica no final de 2012, e apesar de se encontrar alavancado em mais de 10x EBITDA, pretende construir uma nova planta com entrada prevista para 2017.

Aspectos Macro

Essa composição da receita da Suzano, com grande relevância da celulose, mas com boa exposição ao mercado interno e América Latina de papel, confere um balanceamento interessante de fatores macro. Em celulose, a Suzano apresenta uma clara vantagem competitiva global de custos, numa *commodity* que, apesar de sua dependência da China, que representa 30% do consumo mundial, tem seu uso ligado à mudança de patamar de consumo da população e à mudança de hábitos que isso traz (crescimento de embalagens de produtos industrializados e papeis absorventes – *tissue*). No papel, um mercado de atuação mais local, em que as vantagens competitivas são regionais, a Suzano apresenta posição de liderança em mercados bem consolidados, em que o consumo apresenta crescimento com taxas não tão elevadas, mas com características mais resilientes do que outros produtos. Em 2014, por exemplo, mesmo sendo um ano difícil para a economia, esperamos um bom crescimento para os produtores domésticos (especialmente para a Suzano), ajudado pela queda de importação (pelos fatores expostos acima), eleições e crescimento do Programa Nacional do Livro Didático (PNLD).

Valuation

Do ponto de vista do retorno que a ação oferece, uma variável importantíssima é o câmbio. Por se tratar de uma variável que temos pouco controle, tentamos avaliar diversos cenários. Um dos pontos interessantes do investimento em Suzano é que, mesmo em cenários mais negativos para a empresa, com o dólar a R\$2,00, por exemplo, não acreditamos que devemos ter perda permanente representativa no investimento. Considerando nosso cenário base, com o dólar a R\$2,30, o retorno se mostra bastante atrativo. Segue abaixo o resultado dessa sensibilidade, considerando o preço de R\$8,39 por ação (fechamento de 30/06/14).

| R\$/US\$ | 2,00 | 2,15 | 2,30 | 2,45 | 2,60 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| IRR em termos reais | 10,3% | 11,5% | 12,8% | 14,1% | 15,3% |

Com o crescimento de geração de caixa por conta do projeto de Maranhão, a normalização do preço de celulose em patamar que consideramos sustentável, e a normalização dos custos por conta da madeira, vemos uma evolução bastante positiva para o FCF *yield* (*Free Cash Flow yield*) para os próximos anos, além de possibilitar uma desalavancagem rápida para a empresa. Segue abaixo as projeções para próximos anos.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------|------|------|-------|-------|
| FCF <i>yield</i> | 4,9% | 9,4% | 13,6% | 16,3% |
| Dívida Líquida/EBITDA | 4,6x | 3,4x | 2,7x | 2,4x |

Nessa conta, não consideramos o valor das terras e florestas relacionadas aos projetos que se encontram suspensos: Piauí e Energia Renováveis. Acreditamos que os investimentos no balanço relativos a esses projetos sejam de aproximadamente R\$600 milhões, líquidos para a companhia.

Outra ponderação importante é que o fluxo de caixa livre da companhia nesse período deve ser maior do que o apresentado nesse FCF *yield*. Nessa tabela tentamos refletir o FCF *yield* recorrente da companhia. Como a empresa tem benefício fiscal da Depreciação Acelerada Incentivada por conta do Projeto de Maranhão, provavelmente o imposto de renda pago será próximo de zero nos próximos anos, promovendo uma desalavancagem ainda mais rápida do que a apresentada acima (acreditamos em uma dívida líquida/EBITDA mais próxima de 2,5x em 2016).

A título de comparação, segue abaixo a evolução do FCF *yield* para a Fibria, um *player* que já se encontra com seu balanço desalavancado (~2,5x EBITDA), cenário que acreditamos que seja o da Suzano no final de 2016. Nessas projeções, focamos na geração de caixa recorrente (mesma premissa adotada para a Suzano, na tabela acima). Consideramos o preço de Fibria de R\$21,43 por ação (fechamento de 30/06/2014).

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------|------|------|------|------|
| FCF <i>yield</i> | 4,2% | 5,8% | 8,9% | 9,3% |

Conclusão

Quando olhamos seu posicionamento competitivo e adicionamos as transformações pelas quais a empresa está passando, o processo de *de-risking* que a desalavancagem dos próximos anos vai trazer e os retornos esperados em nosso cenário base para a ação, ficamos bastante animados com o potencial de valorização que esse *case* pode trazer para nossos portfólios.