

Nesta carta de gestão, iremos comentar a performance dos fundos da Oceana no ano de 2014 e, em seguida, apresentar um resumo dos principais *investment cases* em carteira, assim como apresentaremos comentários mais gerais sobre o *portfolio short* de alguns dos Fundos.

#### **Oceana Long Short FIM**

O fundo Oceana Long Short obteve uma performance de 10,31%, ou 95,42% do CDI em 2014. Desde o seu início em março de 2006, o fundo obteve uma performance de 196,04%, ou 135,67% do CDI.

No ano, as principais contribuições positivas foram geradas por *pair trades* nos setores de consumo e papel e celulose, por um evento corporativo no setor de mineração & siderurgia, e uma operação de distorção de valor comprada no setor financeiro. A principal contribuição negativa foi gerada por uma operação de distorção de valor comprada no setor de *supply chain* de construção civil e um *pair trade* comprado no setor elétrico.

#### **Oceana Valor FIC FIA**

O fundo Oceana Valor FIA obteve uma performance de -1,61% no ano, enquanto o IBX apresentou uma performance de -2,78% e o Ibovespa apresentou uma performance de -2,91%. Desde o seu início em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 87,53%, enquanto o IBX apresentou uma performance de 25,13% e o Ibovespa apresentou uma performance de 0,42%.

No ano, as principais contribuições negativas foram geradas nos setores de construção civil e de seu *supply chain*. As principais contribuições positivas foram geradas nos setores de consumo, bancos, óleo e gás e papel e celulose.

#### **Oceana Long Biased FIC FIA**

No ano, o fundo Oceana Long Biased FIC FIA obteve uma performance de 2,99%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 10,81% e o Ibovespa apresentou uma performance de -2,91%. Desde o seu início em dezembro de 2010, o fundo obteve uma performance de 52,45%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 45,38% e o Ibovespa apresentou uma performance de -25,65%.

No ano, a estratégia *long*, com uma exposição líquida média de 62,2%, gerou uma performance de -0,46%. A estratégia *short*, com uma exposição líquida média de -9,6%, gerou um resultado positivo em 0,39%. A estratégia de valor relativo gerou 1,30% no período. Setorialmente, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores de bancos, infraestrutura e papel e celulose. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores industrial e mineração & siderurgia.

#### **Oceana Selection FIA**

O fundo Oceana Selection FIA obteve uma performance de -0,95% no ano, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de -2,91% e o IBX apresentou uma performance de -2,78%. Desde o seu início em dezembro de 2012, o fundo obteve uma performance de 2,27%, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de -18,03% e o IBX apresentou uma performance de -6,54%.

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

#### **Bancos (Itau/Itsa)**

Continuamos com uma visão estrutural positiva com relação ao setor - algo que já foi explorado em ocasiões anteriores, mas entendemos que, para o ano de 2015, os riscos "de travessia" estão relativamente mais elevados.

Em 2014, vimos um movimento de recomposição de taxas e *spreads*, associado a uma inadimplência controlada e, apesar do baixo crescimento da carteira de crédito, o rigoroso controle de despesas e o bom desempenho das receitas

de serviços garantiram um aumento de 30% no lucro, com a correspondente expansão de 300 bps no RoE do Itaú, que atingiu 23% no ano.

Para o ano de 2015, nossa expectativa ainda é de um baixo crescimento no crédito, mas por outro lado, de uma tendência positiva para taxas e *spreads* que devem se beneficiar da alta da Selic, e de um ambiente competitivo mais benigno, dadas as restrições de capital enfrentadas pelos bancos públicos, e o esforço fiscal do governo. Ao mesmo tempo, o controle de despesas continua como uma prioridade para o Itaú, que ainda tem espaço para melhorias de eficiência, apesar da alta da inflação.

Por outro lado, entendemos que o risco de aumento de inadimplência está maior. A combinação de uma economia mais fraca, com setores específicos sofrendo traumas significativos (exemplos: cadeia de petróleo e infraestrutura), eleva significativamente o risco de um aumento de perdas na carteira de crédito.

Entendemos esses fatores mais ligados ao ano de 2015 como um "risco de travessia" a ser monitorado de perto. São fatores que podem impactar de modo significativo o lucro do banco neste ano (via aumento na despesa com provisões para perdas em 2015), com conseqüente reflexo sobre o preço de suas ações em um horizonte de 12 meses. Apesar disso, de forma geral, não acreditamos que esses impactos possam trazer impactos de valor permanentes e significativos para o Itaú.

Desse modo, temos um *case* de investimento que apresenta mais riscos de curto prazo (horizonte de até 1 ano) em 2015 do que em 2014, mas que traz consigo todos os méritos já discutidos anteriormente, e negocia a um P/E de 8x (2015), com uma taxa interna de retorno de 12% real - em nossa visão, uma proposta bastante atrativa neste momento.

---

## BVM&F

Após importante queda no preço de suas ações, em função das perspectivas mais negativas para o volume negociado na Bovespa, a BVMF atingiu níveis de preço bastante atrativos. Se levarmos em consideração a participação que a BVMF detém na CME (que, após significativa apreciação, hoje representa mais de 25% de seu valor de mercado), essa atratividade se mostra ainda mais acentuada.

Vemos a empresa negociando a um múltiplo P/L de aproximadamente 13-14x (2015), sendo que *ex* o investimento em CME, o múltiplo P/L seria de aproximadamente 11x. A preços de mercado, o investimento em BVMF embute uma taxa interna de retorno de 13 a 14% real. Vale também colocar em perspectiva que, após recente apreciação, temos grande parte das bolsas internacionais listadas negociando a múltiplos P/L da ordem de 20x (2015).

O investimento traz consigo um risco potencial relevante relacionado a autuação pela utilização da amortização de ágio para fins fiscais. Apesar de entendermos que o risco de perda é baixo, o valor potencial da perda é elevado, e em 2015 muito provavelmente haverá novas notícias negativas sobre o tema.

Sobre a autuação: o ágio oriundo da fusão Bovespa / BMF vem sendo amortizado (no LALUR fiscal, mas não no DRE societário) desde 2008, fazendo com que a empresa tenha um pagamento de IR muitíssimo reduzido. Em 2010, a empresa foi atuada pela Receita Federal, que entendeu que o ágio deduzido em 2008 e 2009 não poderia ser deduzido para fins de apuração do Lucro Real. Em 2013, o CARF votou por 4x3 (voto de minerva do Presidente da Turma, representante da Receita Federal) a favor da autuação da Receita Federal. O valor total, com multa e juros, é de aproximadamente R\$ 800MM. A empresa vai recorrer internamente no CARF e, se não tiver sucesso, aí iniciará um processo na Justiça comum (1ª instância, 2ª instância e potencialmente tribunais superiores) a fim de garantir o que entende serem seus direitos. A empresa está sujeita a novas autuações referentes a amortizações adicionais do ágio no período de 2011 até 2017 (final do período de amortização).

Em um cenário de perda do direito de amortização do ágio, a empresa poderia aumentar os pagamentos de dividendos via juros sobre o capital próprio, de forma a reduzir o impacto sobre o imposto de renda devido. Ainda assim, eventual perda desse direito poderia gerar um impacto de aproximadamente R\$ 1bi (autuações + juros + multa

referentes ao período de 2008 e 2009) a R\$ 4bi (pior cenário = perda total, efeito líquido de um aumento no pagamento de JCP) para uma empresa que vale hoje em torno de R\$ 18bi.

### **Cielo**

Vemos o investimento na Cielo como uma boa proposta de risco x retorno. Entendemos ser uma empresa de alta qualidade (negócio + *management*), inserida em um setor com protegido da competição e com boas perspectivas de crescimento. Há alguns riscos regulatórios e de governança, mas o balanço é positivo.

O setor de cartões deve continuar crescendo pelo aumento da penetração de meios de pagamento eletrônicos x papel, e a escala da Cielo e de seus acionistas garantem à empresa um posicionamento privilegiado para beneficiar-se desse crescimento.

Mais recentemente, a Cielo celebrou uma *Joint Venture* com o Banco do Brasil, onde passará a administrar as operações do Ourocard, em troca de uma remuneração baseada na taxa de intercâmbio recebida pelo Banco. Do ponto de vista estratégico, trata-se de uma atividade (processamento das operações) que não é das mais nobres, mas que é remunerada de forma muito atrativa (a taxa de intercâmbio não sofre efeitos da competição e tem se mantido preservada há bastante tempo). Além disso, há espaço para trazer novos clientes para a JV e para uma melhora na eficiência da empresa, até então administrada pelo Banco do Brasil.

Os principais riscos são associados a (mudanças na) regulação, competição irracional (por parte de Rede e GetNet) e governança corporativa (controladores - Bradesco e Banco do Brasil - são os principais fornecedores da empresa (distribuição via canal bancário)).

Desse modo, temos então um investimento com risco moderado, protegido da inflação (remuneração é um percentual do valor transacionado), e negociando a um P/L de 19x (2015), com uma taxa interna de retorno superior a 10% real - uma proposta de valor relativamente interessante em um cenário de maior incerteza.

Recentemente (Fev/Mar 2015), reduzimos substancialmente a nossa exposição ao ativo.

### **Equatorial**

Equatorial é um dos investimentos que consideramos mais atrativos em nosso *portfolio*, com uma taxa interna de retorno (TIR) real para o acionista estimada em 12% num setor defensivo com risco abaixo da média do mercado. A companhia tem boa governança, excelente execução operacional e uma ótima capacidade de gestão do processo regulatório. Além disso, vislumbramos uma boa possibilidade de crescimento com geração de valor para o acionista através de aquisições de distribuidoras deficitárias nas regiões N/NE que pertencem à Eletrobrás atualmente. Caso essas aquisições não se materializem, acreditamos que a Equatorial voltará a pagar dividendos elevados, e passará a negociar com uma TIR real mais baixa, com conseqüente valorização da ação.

Temos atualmente uma posição inferior ao que seria compatível com o retorno que estimamos devido ao ambiente conturbado/de incerteza vivido pelo setor elétrico e aos potenciais impactos de racionalização de consumo e/ou racionamento sobre os resultados das empresas do setor em 2015-2016.

### **Construtoras**

Hoje, o setor passa por grandes desafios, que são de pleno conhecimento do mercado - em especial no que tange à capacidade das empresas de lançar e vender bons empreendimentos. Essa dinâmica provocou uma queda vertiginosa no preço dos ativos do setor.

A despeito dessa dinâmica negativa, o encolhimento dos lançamentos, por conta de um mercado mais fraco, proporciona uma dinâmica interessante do ponto de vista de geração de caixa e recuperação de capital investido. Dado que cerca de 70% do valor caixa de uma unidade é recebido somente no momento da entrega do apartamento e da assunção de dívida pelo proprietário, a construtora só consegue recuperar o capital investido na etapa final de seu

negócio. O atual cenário de desaceleração de lançamentos provoca uma aceleração na recuperação do capital empregado, pois enquanto o ritmo de entregas de lançamentos passados continua alto, os desembolsos de caixa relativos às obras atuais vêm caindo vertiginosamente. Além disso, dado o cenário macro econômico incerto, as cias vêm recuando na aquisição de novos terrenos.

Tal dinâmica faz com que as companhias recuperem o capital investido em lançamentos passados de maneira intensa e, por consequência, passem a gerar uma quantidade de caixa expressiva que, aos preços atuais, é bem relevante quando comparado ao valor de mercado de tais cias. Hoje estimamos cerca de 25% de *free cash flow yield* (2015 e 2016) para algumas de nossas posições em construtoras.

Apesar do setor oferecer algumas oportunidades interessantes, fazemos aqui ressalvas importantes. Mantemos a preferência por ativos desalavancados - em especial nesse momento do ciclo. A nossa preferência por ativos desalavancados tem como sustentação a ideia de que boa parte da geração de caixa poderá ser distribuída para os acionistas via dividendos ou recompra de ações, enquanto ativos mais alavancados serão obrigados a usar sua geração de caixa para diminuir o seu nível de alavancagem. Outro fator de suma importância é que o *player* com menor alavancagem também tem a vantagem do tempo não "correr contra ele". A baixa alavancagem favorece a empresa em termos de racionalidade na estratégia de venda de estoques prontos, lançamentos, assim como a atuação frente a distratos. O *player* excessivamente alavancado não possui muitas escolhas.

Dentre as empresas menos alavancadas, entendemos que um fator fundamental para a performance futura será a alocação de tal geração de caixa para os anos de 2015/2016. Neste momento, ao nosso ver, as empresas que distribuírem agressivamente o caixa via dividendos/recompra, tendem a gerar retornos favoráveis aos acionistas, ao passo que as empresas que seguirem buscando expandir o seu banco de terrenos, buscando projetos medianos ou um pouco mais descontados (mas bem menos descontados que suas próprias ações), com foco em escala e *mkt share*, tendem a gerar retornos medíocres para os acionistas. Entendemos que o diferencial do investimento nos próximos anos estará ligado a governança corporativa / alocação de capital.

---

## Suzano

Suzano é uma empresa que está passando por um momento muito interessante em vários aspectos.

Do ponto de vista operacional, a empresa está completando um ciclo de investimento muito pesado em sua planta de celulose no Maranhão. Com o crescimento de geração de caixa trazido pelo projeto, a desalavancagem ocorrerá muito rapidamente, e com ela uma redução relevante do risco para a *equity*. Estimamos que, em 2016, a empresa já apresente alavancagem de 2,5x EBITDA.

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).

Esperamos que a empresa continue superando expectativas nos próximos anos, surpreendendo o mercado principalmente em duas frentes: custos e preço de papel. Na frente de custos, veremos a normalização da colheita da madeira a partir de 2016 e os efeitos dos investimentos de alto retorno realizados ao longo do tempo (para mais detalhes, ver nossa carta do 1S14). Em relação ao preço do papel, um erro que vemos muito comumente entre os analistas é colocar nas projeções somente os aumentos de preços anunciados. Ao considerarmos o novo patamar de câmbio, vemos ainda um espaço relevante para novos aumentos a serem anunciados ao longo de 2015.

Com todos os efeitos expostos acima, adicionando a desvalorização recente do Real, vemos uma evolução de resultados para a empresa que aponta para múltiplos EV/EBITDA (que é o grande foco do mercado) muito atrativos, principalmente quando comparamos com a Fibria, que já se encontra com seu balanço desalavancado. Quando consideramos o *FCF yield*, essa atratividade relativa fica significativamente maior. Esse efeito acontece pois vemos uma diferença relevante da relação entre *capex* de manutenção e *ebitda* das empresas, originada pelo acordo de

venda de terras por parte da Fibria (vendeu as terras, reduzindo a dívida, em troca de um pagamento pelo uso das terras que é considerado *capex*) e pela menor necessidade de *capex* no negócio de papel.

Ao longo do mês de março, reduzimos parte de nossa posição.

---

### **Comentários gerais sobre *shorts***

Nos últimos anos, os maiores “vencedores” da bolsa foram ativos de qualidade e defensivos. Havia de fato uma excelente oportunidade no passado, mas à medida em que observávamos a apreciação dessas ações, verificávamos que ofereciam uma margem de segurança gradualmente menor. Hoje, após significativa apreciação, de uma forma mais ampla, enxergamos hoje diversos ativos defensivos como *priced to perfection*, negociando a níveis de múltiplos acima de 20x lucro, oferecendo de retorno excessivamente comprimidos (com base no IRR observado nos nossos modelos de DCF ).

Esse movimento de apreciação é natural de todos os ciclos de mercado, onde inicialmente investidores "contrarians" observam uma excepcional oportunidade, mas totalmente fora de moda. Posteriormente, uma nova leva de investidores segue a nova tendência que, à medida em que apresenta apreciação de preço, vai se tornando menos “contrarian”, e finalmente existe um terceiro momento, onde todos seguem comprando o ativo, simplesmente porque é o que funcionou nos últimos anos, sem algum motivo racional facilmente explicado por números, entrando-se na discussão qualitativa. A nossa impressão é cada vez maior de que estamos na terceira fase do ciclo no que tange ativos defensivos. Obviamente, essa observação é genérica, e nesse meio de defensivos existem alguns *shorts* mais claros, mas também existem posições *long* que ainda possuímos, apesar de estarem inseridos nesta categoria, como Lojas Americanas e Cielo (apesar de ambas hoje em tamanho inferior ao que possuíamos).

A dificuldade em abrir *short* contra ativos defensivos bem precificados está justamente na defensividade dos mesmos. Alguns ativos vêm de fato entregando ou surpreendendo em termos de resiliência operacional, enquanto outros podem estar sofrendo menos por uma questão temporal (*late cycle*). Estamos acompanhando bem de perto, mas acreditamos que alguns ativos defensivos oferecerão oportunidade de *short* interessante ao longo do ano. Enquanto catalisadores mais fortes não são observados, seguiremos atuando com cautela nessa estratégia.