

Nesta carta de gestão, comentaremos a performance dos fundos da Oceana no primeiro semestre de 2015 e, em seguida, apresentaremos um resumo dos principais *investment cases* em carteira. Ao final, teceremos comentários mais genéricos sobre oportunidades *short* e em arbitragens.

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

O fundo Oceana Long Short FIM obteve uma performance de 5,78%, ou 97,72% do CDI no 1º semestre de 2015. Desde o seu início, em março de 2006, o fundo obteve uma performance de 213,16%, ou 134,09% do CDI.

No semestre, as principais contribuições positivas foram geradas por: *pair trades* nos setores de papel e celulose, construtoras e elétrico; operações de distorção de valor nos setores de serviços financeiros e educação (ambos na ponta comprada); e por operações de evento corporativo nos setores de transportes e agro. Os destaques negativos se concentraram na estratégia de arbitragens, nos setores de petróleo e mineração & siderurgia.

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

O fundo Oceana Valor FIC FIA obteve uma performance de 6,80% no 1º semestre de 2015, enquanto o IBX apresentou uma performance de 6,41% e o Ibovespa apresentou uma performance de 6,15%. Desde o seu início, em outubro de 2008, o fundo obteve uma performance de 100,27%, enquanto o IBX apresentou uma performance de 33,15% e o Ibovespa apresentou uma performance de 6,59%.

No semestre, as contribuições positivas foram geradas nos setores de serviços financeiros, elétrico e papel e celulose, enquanto as principais contribuições negativas foram geradas nos setores de consumo, petróleo e construção.

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

No semestre, o fundo Oceana Long Biased FIC FIA obteve uma performance de 7,42%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 5,92% e o Ibovespa apresentou uma performance de 6,15%. Desde o seu início em dezembro de 2010, o fundo obteve uma performance de 63,76%, enquanto o CDI acumulou uma performance de 53,98% e o Ibovespa apresentou uma performance de -21,09%.

No semestre, a estratégia *long*, com uma exposição líquida média de 55,1%, gerou uma performance de 6,89%. A estratégia *short*, com uma exposição líquida média de -4,9%, gerou uma contribuição de -0,24%. A estratégia de valor relativo gerou uma contribuição de -0,35% no período, impactado pelo resultado negativo da estratégia de arbitragens. Setorialmente, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores de serviços financeiros, elétrico e papel & celulose. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores de consumo e petróleo.

#### **Oceana Selection FIA**

O fundo Oceana Selection FIA obteve uma performance de 7,56% no semestre, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de 6,15% e o IBX apresentou uma performance de 6,41%. Desde o seu início em dezembro de 2012, o fundo obteve uma performance de 10,00%, enquanto o Ibovespa apresentou uma performance de -12,99% e o IBX apresentou uma performance de -0,56%.

No semestre, as principais contribuições positivas foram geradas nos setores de serviços financeiros, elétrico e papel & celulose. As principais contribuições negativas foram geradas nos setores de consumo, petróleo e construção.

**Bancos (Itaú/Itaúsa)**

Continuamos com uma visão estrutural positiva em relação ao setor – algo que já foi explorado em cartas anteriores, mas, entendemos que, para o ano de 2015, os riscos de “travessia” estão 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*. Os bancos devem se beneficiar da alta da Selic e de um ambiente competitivo mais benigno, dadas as restrições de capital enfrentadas pelos bancos públicos e dado 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. Nesse contexto, desde meados do ano passado, temos visto no Itaú um movimento de antecipação de provisões para perdas com inadimplência. Essa dinâmica de antecipação de provisões pode ajudar a mitigar o risco de “travessia” do investimento ao longo dos próximos trimestres. Também temos em perspectiva o fato de que o banco reviu a expectativa de despesas com provisões para 2015, tornando-as mais alinhadas com as expectativas mais pessimistas que o mercado tinha. Apesar disso, esse movimento não tem reduzido significativamente as projeções de lucro dos analistas, pois ele vem sendo contrabalanceado por taxas e *spreads* mais elevados que vêm sendo praticados pelo mercado. Nesse cenário, o banco também reviu sua expectativa de margem financeira para 2015. O efeito líquido dessas revisões (maiores provisões e maiores taxas e *spreads*) foi praticamente nulo – ou seja, espera-se o mesmo resultado, mas com um perfil diferente do imaginado originalmente.

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.

Outro aspecto a ser mencionado é que consideramos que as discussões de performance operacional esperada e de *valuation* relativo (principalmente versus padrões históricos e internacionais) têm relevado em alguma medida a importância dos negócios não ligados ao crédito. É evidente que a atividade de crédito é *core* para o banco e, por isso, merece grande atenção. No entanto, acreditamos que, por vezes, o mercado perde um pouco a perspectiva da relevância das demais fontes de receita e lucro. Por ocasião da teleconferência onde discutiu seus resultados do 4º trimestre de 2014, o Itaú apresentou uma informação gerencial bastante interessante: em 2014, pouco mais da metade de seu lucro foi originado em atividades não relacionadas ao crédito tradicional. Essas atividades – seguridade e serviços, incluindo aqui cartões – geraram um RoE de mais de 40%. Elas não estão imunes a um ciclo econômico adverso, mas deverão apresentar uma maior resiliência, ao mesmo tempo em que demandam menos capital empregado.

Pelas razões expostas, temos algum conforto com relação aos aspectos operacionais e à dinâmica competitiva que cerca o Itaú. No entanto, devemos ressaltar que há riscos exógenos à operação do banco que não podem ser menosprezados, a saber:

- i. Aumento da Contribuição Social: Recentemente, vimos o aumento da Contribuição Social (de 15% para 20%), e algumas manifestações favoráveis a um aumento ainda maior (para 25% ou 30%).

- ii. Fim da dedutibilidade do pagamento de Juros sobre o Capital Próprio (JCP): tem havido crescentes rumores com relação ao fim da dedutibilidade do pagamento de JCP, hipótese não totalmente descartada pelo governo.  
Embora sejam riscos tangíveis e relevantes, por exemplo, o aumento da CSLL de 15% para 20% parece ser irreversível, acreditamos que a estrutura do setor bancário – concentrada e com elevadas barreiras de entrada – favorece o restabelecimento da rentabilidade em direção ao nível anterior ao aumento da taxa. A conjuntura atual, onde os bancos públicos precisam se capitalizar através de uma maior rentabilidade, é bastante favorável a isso. Em um contexto de aumento de taxas de juros, acreditamos que os bancos deverão repassar aos clientes os aumentos de impostos. Aliás, no que diz respeito ao eventual fim do JCP, acreditamos que o setor bancário é um dos poucos que serão capazes de recuperar, em um horizonte razoável, seu nível de rentabilidade.
- iii. Julgamento dos Planos Econômicos: Após 9 meses de espera, a indicação de Luiz Fachin para ministro do STF, deve trazer de volta a discussão e o julgamento dos Planos Econômicos. Ainda há grande incerteza sobre o assunto – p. ex.: se o novo ministro estaria ou não impedido de participar do julgamento (ele teria atuado como advogado em casos ligados a essa questão, o que poderia torná-lo impedido de julgar o caso dos bancos no STF), abrangência e montantes envolvidos (questões que dependem do STJ), dentre outros.

Entendemos que todas essas questões devem gerar alguma volatilidade e incerteza em torno das ações dos bancos.

Tendo dito isso, temos no Banco Itaú um *case* de investimento que apresenta mais riscos em 2015 do que em 2014, mas que também traz consigo todos os méritos já discutidos anteriormente, e negocia a um P/E de 7,7x (2016), com uma taxa interna de retorno de 11,5-12% real – em nossa visão, um investimento bastante atrativo 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 BVM&F atingiu níveis de preço bastante atrativos ao longo do primeiro semestre de 2015. Se levarmos em consideração a participação que a BVM&F detém na CME (que se valorizou significativamente, especialmente em Reais), essa atratividade se mostrava ainda mais acentuada.

Ao longo do semestre, em função da apreciação das ações de aproximadamente R\$ 9,50/ação para R\$12,00/ação, reduzimos parte da posição. Dito isso, ainda vemos hoje a empresa negociando a um múltiplo P/L de aproximadamente 13,5x (2016), sendo que “ex” o investimento em CME, o múltiplo P/L seria de aproximadamente 11,5x. A preços de mercado, o investimento em BVM&F embute uma taxa interna de retorno de 12-12,5% 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 18x (2016).

Acreditamos que uma eventual venda do *stake* da CME funcionaria como importante catalisador para as ações de BVM&F. Dada a relevância que o ativo atingiu dentro da empresa, e a menor importância estratégica da parceria hoje (uma vez que foi concluído o sistema Puma), entendemos que a venda do ativo facilitaria a correta precificação da BVM&F. Essa tem sido a principal demanda de diversos acionistas.

Apesar disso, o investimento em BVM&F 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/BM&F vem sendo amortizado (no DRE fiscal, mas não no DRE societário) desde 2008, fazendo com que a empresa tenha um pagamento de IR bastante reduzido. Em 2010, a empresa foi autuada 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, 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\$ 21bi. Nesse contexto, os rumores do fim da JCP (ver comentários acima) também contribuem para o risco do *case*.

### **Cielo**

Após importante valorização das ações ao longo do 1º semestre, reduzimos parte da nossa posição em Cielo, na medida em que nossa margem de segurança no investimento se reduziu. Apesar disso, ainda 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 bem 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 versus papel, e a escala da Cielo e de seus acionistas controladores (i.e. os grandes bancos) garantem à empresa um posicionamento privilegiado para beneficiar-se desse crescimento.

Mais recentemente, a Cielo celebrou uma *joint venture* com o Banco do Brasil, segundo a qual 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 *joint venture* e para uma melhora na eficiência da empresa.

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, com 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 18x (2016), com uma taxa interna de retorno na ordem de 9,5% real – uma proposta de valor relativamente interessante em um cenário de maior incerteza, mas com potencial menor de uma mudança de patamar do preço do ativo.

### **Equatorial**

Equatorial é mais um investimento que se valorizou substancialmente no semestre. Atualmente enxergamos uma TIR na ordem de 9,5% real em um setor defensivo, com risco abaixo da média do mercado, com algumas opcionalidades de valor relevantes. A companhia tem boa governança, excelente execução operacional e uma ótima capacidade de gestão do processo regulatório.

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. Dado o histórico de execução da empresa e a capacidade já demonstrada de realizar um *turnaround* de distribuidoras deficitárias, entendemos que futuras aquisições podem representar uma importante alavanca de valor para a empresa.

Caso essas aquisições não se materializem, acreditamos que a Equatorial voltará a pagar dividendos elevados e passará a negociar com uma TIR real um pouco mais baixa, em linha com o setor, oferecendo ainda algum espaço para valorização.

## **Cesta Educação**

Em março, voltamos a montar posição relevante no setor de educação. Após forte queda nos preços dos ativos, identificamos empresas neste setor que ofereciam margem de segurança para o investimento, mesmo ao considerarmos cenários mais pessimistas em relação à continuidade do programa FIES.

Apesar dos desafios em mensurar em detalhes o impacto do FIES nas empresas do setor, nossa tese de investimento passava por três pontos chave:

1. Acreditávamos que a queda de captação no 1º semestre seria menos expressiva do que a maior parte do mercado acreditava. A principal tese por trás disso estava ligada ao baixo crescimento de matrículas no ensino superior privado com o advento do FIES. Nosso entendimento é que o programa foi muito mais importante para a rentabilidade e queda de evasão/inadimplência nas faculdades privadas, do que propriamente para captação e crescimento da base de alunos. Dito isso, entendíamos que a captação do 1º semestre tenderia a surpreender o mercado.
2. Acreditávamos ainda que (i) as iniciativas de compartilhamento de disciplinas, (ii) a maior utilização do ensino a distância dentro de cursos presenciais e (iii) o aumento do número de alunos por turma nas classes de veteranos, levariam a um crescimento de lucro em 2015.
3. Entendíamos que o diferencial competitivo das empresas listadas em bolsa em relação às pequenas do setor seguia se ampliando, em especial após as mudanças/restrições no crédito estudantil. Após uma série de conversas com empresas fechadas do setor, passamos a compreender melhor o diferencial competitivo das empresas grandes e listadas em relação às pequenas, em especial com a mudança no financiamento estudantil. Observamos dificuldades enormes para a adaptação das pequenas, e um cenário extremamente fértil para o M&A, com um potencial crescimento do número de pequenas se colocando à venda. O diferencial competitivo das empresas grandes do setor passa por uma série de fatores, valendo citar: maior eficiência na utilização de docentes; centro de serviços compartilhados; capacidade de marketing; marca; tecnologia de ensino a distância; dentre outros.

Após valorização nos últimos meses, reduzimos a posição para um pouco menos da metade da posição original. Essa redução foi também motivada pela deterioração nos índices de confiança do consumidor – algo que poderia impactar a captação do 2º semestre.

## **Outros ativos**

Além dos ativos mencionados, temos posições de alguma relevância em Brasil Foods, Lojas Americanas, Qualicorp (aumento mais recente) e Queiroz Galvão Exploração de Petróleo.

Vale citar também a redução de exposição ao setor de construção civil. Essa redução se deu tanto pela evolução positiva do preço dos ativos (reduzindo a margem de segurança do investimento) – caso de Gafisa, como em função da deterioração de fundamentos (tanto operacionais, como de governança) – caso de Even. Atualmente temos baixa exposição ao setor, com maior relevância para operações de valor relativo intra-setoriais. Neste setor, entendemos que o mercado segue precificando de forma equivocada o diferencial de alavancagem das empresas, gerando oportunidades interessantes.

## **Comentários gerais sobre *shorts* e arbitragens:**

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 observamos a apreciação dessas ações, verificamos uma margem de segurança gradualmente menor. Hoje, após significativa apreciação, de uma forma mais ampla, enxergamos diversos ativos defensivos como *priced to perfection*, negociando a múltiplos acima de 20x lucro, oferecendo níveis de retorno excessivamente comprimidos (com base na TIR observada nos nossos modelos de DCF).

Esse movimento de apreciação para um nível superior ao justo é natural em todos os ciclos de mercado. Esses ciclos são normalmente marcados por fases bem características: inicialmente, investidores *contrarians* observam uma excepcional oportunidade, tipicamente em setores ou empresas fora de moda; em um segundo momento, uma nova

leva de investidores segue a nova tendência que, na medida em que apresenta apreciação de preço, vai se tornando menos fora de moda; finalmente ocorre um terceiro momento, onde todos seguem comprando o ativo (ou classe de ativo), simplesmente porque é o que funcionou nos últimos anos, sem algum motivo racional facilmente explicado por números, concentrando-se na discussão qualitativa. A nossa impressão é cada vez maior de que estamos na terceira fase do ciclo no que tange aos ativos defensivos e, nesse contexto, vemos cada vez mais oportunidades de *shorts*. Obviamente essa observação é uma generalização que, como todas as generalizações, possui suas exceções. É o caso de Lojas Americanas e Cielo, empresas nas quais possuímos exposições compradas – em tamanho inferior ao que tivemos no passado – apesar de ambas serem considerados ativos defensivos.

A dificuldade em abrir *short* em ativos defensivos bem precificados está primordialmente nas características operacionais dos mesmos. Alguns ativos vêm de fato surpreendendo em termos de resiliência operacional, enquanto outros parecem estar sofrendo menos impacto operacional por uma questão temporal (*late cycle*). Estamos acompanhando bem de perto e acreditamos que alguns ativos defensivos oferecerão oportunidade de *short* interessante ao longo do segundo semestre. Seguiremos atuando com cautela nessa estratégia enquanto catalisadores mais fortes não forem observados.

Finalmente, sobre arbitragens, vale citar que, após um longo período de poucas oportunidades, algumas operações de arbitragens “clássicas” voltam a apresentar boa assimetria. Hoje temos 5 arbitragens no portfólio que enxergamos nessa situação.