

Vivemos em um ambiente de investimentos bastante particular. A dinâmica atual da economia brasileira apresenta desafios em diferentes magnitudes para diferentes empresas e setores, e a correta compreensão desta dinâmica tende a definir o sucesso dos investimentos em ações nos próximos anos.

Se, por um lado, a deterioração do PIB brasileiro parece ser um consenso na mente e nas contas dos investidores, gostaríamos de chamar a atenção para a recente dinâmica do mercado de crédito, que apresentou uma deterioração substancial a partir da segunda metade de 2015 e implicará em desafios enormes para empresas alavancadas à medida que se aproximarem os vencimentos/amortizações de dívida das mesmas.

O incremento dos *spreads* cobrados pelos bancos em um curto espaço de tempo é impressionante. Vemos grandes empresas seguras e relativamente desalavancadas observando os *spreads* cobrados pelos bancos multiplicando por 3 vezes. *Spreads* aumentando de 150 bps para mais de 450 bps não são exceções. Esta dinâmica, associada a perspectivas de juros mais elevados para os próximos anos, resulta em uma combinação complexa. A curva de juros futuros para jan/21 saltou de 12,5% no 1º semestre de 2015 para níveis atuais entre 15,5% e 16,0%. Naturalmente, a curva de juros futuros embute uma série de premissas/riscos e não necessariamente corresponde à realidade futura. Não obstante, fazendo uma aritmética simples, somando-se os efeitos dos *spreads* mais elevados com a perspectiva de juros mais altos, observamos uma diferença de 600 bps no custo de dívida nominal projetado para os próximos anos. Esta mudança aconteceu em menos de 6 meses, em meio a um ambiente onde a maior parte dos setores da economia apresenta piora significativa de resultados.

É sempre um desafio avaliar se o aumento dos *spreads* cobrados pelos bancos é um efeito conjuntural ou estrutural. Nossa visão é que diversos fatores apontam para um efeito mais duradouro/estrutural, tendo como principais:

1. Desequilíbrio na oferta de crédito pela postura dos bancos públicos.

Após a crise de 2008, os bancos públicos, orientados por uma política econômica de fomento ao consumo por parte do Governo Federal, ampliaram bastante sua oferta de crédito. Enquanto Itaú e Bradesco cresceram suas carteiras de crédito a uma média de 11% a.a. no período de 2008 a 2015, Banco do Brasil e Caixa cresceram, respectivamente, 19% a.a. e 35% a.a. Em 2008, as carteiras de Banco do Brasil e Caixa, combinadas, eram 30% menores do que as carteiras somadas de Itaú e Bradesco. Em 2015, essas carteiras são 60% maiores do que as carteiras de Itaú e Bradesco combinadas.

Esse ciclo de crescimento ocorreu com a oferta de crédito a custos considerados artificialmente baixos pelos bancos privados, que decidiram não acompanhar os bancos públicos e perderam *market share*. Entendemos que os preços praticados durante esse período não são sustentáveis (vale notar que Banco do Brasil e Caixa terminaram esse ciclo com uma alavancagem bastante elevada, - com uma relação entre ativos e patrimônio líquido de quase 20 vezes, ao passo que Itaú e Bradesco apresentam uma relação em torno de 12 vezes). Esse nível de alavancagem, medido também pelo índice de Basiléia (relação ajustada entre patrimônio líquido e ativos), limita muito o potencial de crescimento dos bancos públicos. Ao mesmo tempo, eles precisam recompor rapidamente seus índices de Basiléia, e o aumento de *spreads* é a alavanca mais óbvia para isso (maiores *spreads* = mais lucro; com mesmos ativos = aumento do índice de Basiléia).

2. Bancos privados muito retraídos.

De forma geral, temos visto os bancos privados com um discurso bem mais cauteloso e indicativo de um menor apetite para o crédito - por exemplo, os *guidances* de crescimento para as carteiras de crédito de Itaú e Bradesco em 2016 são de 2 a 3%. Temos como pano de fundo para essa expectativa um aumento no desemprego com a consequente deterioração da qualidade das carteiras de pessoa física, bem como um ambiente macroeconômico desafiador para as carteiras de pequenas e médias empresas. No segmento de crédito *large corporates*, seja pelo ambiente macro do país, ou mais especificamente pela ruptura de *commodities* ou pelos efeitos da Operação Lava Jato, os *spreads* oferecidos no passado não parecem ter sido suficientes para compensar as perdas (passadas e futuras) nos empréstimos para as grandes empresas do país.

Executivos do setor corroboram essa tese. O Itaú tem se mostrado especialmente negativo com o cenário para o Brasil e vem apresentando nos últimos anos uma elevada aversão a riscos. Ao mesmo tempo, o Bradesco, após a aquisição do HSBC (ainda em análise pelo CADE), tenderá a focar em desalavancar o balanço do banco ao longo de 2016/2017. Esse contexto nos leva a acreditar ser improvável um aumento no apetite a risco nos próximos 12-18 meses.

Essa ruptura do mercado de crédito traz efeitos negativos mais óbvios sobre empresas alavancadas, aumentando significativamente sua despesa financeira, prejudicando seus resultados e, em última instância, ameaçando sua solvência. Vale ressaltar que acreditamos que boa parte do mercado ainda não incorporou adequadamente em suas projeções essa nova conjuntura do mercado de crédito – por exemplo, seguimos observando despesas financeiras subestimadas em diversos modelos de *sell sides*. Em suma, acreditamos que estamos vivenciando um ambiente especialmente hostil para empresas alavancadas. Neste contexto, estamos sendo especialmente cautelosos ao avaliar empresas com elevada alavancagem financeira.

Kroton e Equatorial

Se por um lado o ambiente de crédito mais restrito prejudica seriamente as empresas mais alavancadas, por outro lado ele tende a favorecer no médio prazo as empresas sólidas e desalavancadas. Estas empresas podem contar com um ambiente extremamente favorável para ganhos de *market share*, seja de forma orgânica, seja via aquisições de *players* enfraquecidos que se veem sem muitas alternativas. Empresas com gestão diferenciada e balanço pouco alavancado podem apresentar uma geração de valor substancial que hoje é subestimada pelo mercado.

Entendemos que temos em nosso portfólio dois investimentos que estão em posição diferenciada para tirar proveito deste ambiente: Kroton e Equatorial. Ambas apresentam, na nossa opinião, a melhor execução dos seus respectivos setores, baixa alavancagem, e estão inseridas em um ambiente onde vemos diversos competidores em dificuldades. Apesar do desafio em se precificar esta oportunidade, ela definitivamente não deve ser ignorada.

No caso de Kroton, a empresa conta com margens operacionais significativamente superiores às de seus concorrentes. Com base em discussões com diversos concorrentes menores é possível identificar um diferencial de margem superior a 1500 bps. Este 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 da Uniasselvi), oferece à Kroton um excepcional ambiente para geração de valor via aquisições. Acreditamos que competidores em situação de geração de caixa operacional negativa neste momento extremamente complicado para rolagem de dívidas devem se tornar mais receptivos a ofertas de aquisição em patamares de múltiplos mais razoáveis. Além disso, a Kroton está abrindo neste ano 232 novos polos de EAD (Ensino à Distância) e implantando o EAD Premium (EAD para cursos de engenharia e enfermagem) em aproximadamente 60 polos. Estas iniciativas devem promover um crescimento importante e reforçar a vantagem competitiva no segmento de ensino à distância tanto pelo aumento da escala quanto pelo pioneirismo em várias regiões que ainda não tinham oferta de cursos de graduação. Outra fonte de diferenciação é o *Blended Learning* – cursos à distância mesclados com aulas presenciais – que ganhou velocidade com o credenciamento de aproximadamente 60 polos em unidades presenciais. O *Blended Learning* é uma das ferramentas da companhia para manter o crescimento de base de alunos sem comprometer a rentabilidade em um ambiente de menor renda disponível das famílias, pois apesar da redução significativa da mensalidade, o EBITDA/aluno é preservado devido ao menor custo com professores e ocupação. Esta modalidade tende a ser uma importante ferramenta competitiva que deverá acelerar a consolidação do mercado através do ganho de *market share*.

No caso da Equatorial, ao observarmos a evolução dos *turnarounds* executados na Cemar e na Celpa e o grau de eficiência que a Equatorial atingiu na Cemar, é possível concluir que estamos diante da empresa com as melhores credenciais em *turnaround* no setor.

Na Cemar, foram reduzidos os custos por cliente e perdas em 21% e 41% respectivamente desde o início do processo de reestruturação, levando a um incremento de EBITDA /cliente de 79% em termos reais. Os indicadores de qualidade também apresentaram melhora expressiva no período, tendo sido reduzida a duração e frequência das interrupções do fornecimento de energia em aproximadamente 70%.

Na Celpa, acreditamos que também sejam bem-sucedidos, com a possibilidade de uma execução mais rápida, tendo em vista a curva de aprendizado que tiveram na Cemar e a similaridade de desafios em diversas frentes do *turnaround*. Já é possível notar uma redução nos custos gerenciáveis por cliente de 29% em termos reais, uma melhoria relevante nos indicadores de qualidade e uma redução de perdas de 35% para 31,2% de set/2012 ao final de 2014. Vale ressaltar que o incentivo para redução de perdas é maior logo após o ciclo de revisão tarifária, e na Celpa a última revisão foi realizada em jun/15.

Além da geração de valor no processo de *turnaround* dessas empresas, entendemos que novas oportunidades podem surgir tanto em distribuidoras do grupo Eletrobrás quanto em outros ativos do setor. Há uma grande quantidade de empresas alavancadas com intenção de vender ativos e poucos *players* desalavancados prontos para aproveitar as oportunidades que devem surgir. A baixa alavancagem da Equatorial - das menores do setor- traz flexibilidade para a empresa adquirir ativos de forma mais relevante nos próximos anos.

Bancos privados: Itaú e Bradesco

Diante da ruptura que observamos no cenário de crédito, não poderíamos deixar de mencionar os diferentes efeitos para dois investimentos importantes dos nossos fundos, os grandes bancos privados Itaú (através da *holding* Itausa) e Bradesco.

Essa é possivelmente a questão mais complexa para os nossos fundos, e tem gerado discussões bastante interessantes.

Ela é particularmente complexa por conta do desafio de estimar com algum grau de certeza o nível de inadimplência no biênio 2016/2017. O nível de inadimplência de curto prazo, que no contexto atual é decisivo para a performance das ações no curto prazo, é uma variável difícil de precisar – em especial em um ambiente de queda do PIB como o que estamos vivenciando e da existência do sigilo bancário, que impede um *disclosure* mais detalhado por parte dos bancos com relação a operações específicas e dos respectivos níveis de garantias. Isso naturalmente traz insegurança com relação a performance das ações ao longo de 2016.

Por outro lado, ao analisarmos o investimento sob a ótica de seus fundamentos e de seu valor intrínseco, não é muito difícil chegar à conclusão de que os grandes bancos privados estão subavaliados. Além disso, ao separarmos o valor do negócio de serviços (que inclui adquirência, seguros e serviços diversos) do valor do negócio de crédito, o valor de longo prazo dos ativos torna-se mais claro. Também são ativos que tendem a ser beneficiados por um posicionamento competitivo cada vez melhor. A consolidação do setor bancário, a menor disponibilidade de crédito por parte dos bancos públicos, assim como a aversão a risco dos grandes bancos privados, está criando um ambiente de escassez de oferta de crédito, que por sua vez está provocando uma importante reprecificação das carteiras de crédito, movimento este que certamente influenciará positivamente a rentabilidade de médio prazo dos bancos. Olhando para o médio/longo prazo, diversos vetores positivos se apresentam.

Dito isso, acreditamos que a discussão sobre os grandes bancos privados se resume ao horizonte de investimento. Para investidores com horizonte de curto prazo, o investimento é extremamente incerto/arriscado em especial por conta da incerteza em relação à inadimplência, mas para investidores de longo prazo, o investimento, na nossa visão, tende a ser muito bem-sucedido.

Não é a primeira, nem será a última vez em que um investimento oferece perspectivas opostas para diferentes horizontes de investimento. Casos assim tipicamente geram discussões interessantes, com opiniões divergentes e com alto grau de convicção para ambas as direções.

Cielo

A mudança no cenário de crédito também afeta de forma significativa outra posição em nosso portfólio, a Cielo. Cerca de 1/3 dos resultados da empresa provém de pré-pagamento aos lojistas. Nesse ambiente de crédito mais escasso, é natural que se observe um aumento nos *spreads* cobrados pela empresa, bem como dos volumes adiantados. Esse vetor ajuda a oferecer resiliência aos resultados da empresa, em meio a um arrefecimento do setor de cartões.

É importante destacar, entretanto, que a Cielo vem sofrendo por conta de um aumento na percepção de seus riscos de governança – riscos esses que sempre estiveram presentes mas que, na visão do mercado, tornaram-se mais tangíveis desde a divulgação dos resultados do quarto trimestre de 2015, quando o mercado se surpreendeu com uma queda no *yield* das receitas (receitas/volume transacionado) da empresa. A Cielo explicou que essa queda foi oriunda de diversos fatores, sendo o mais importante um aumento na remuneração repassada aos bancos (a empresa reporta suas receitas já líquidas desse repasse). Dado que o Bradesco e o Banco do Brasil, além de controladores da Cielo, são também seus principais fornecedores (são responsáveis pela distribuição comercial da Cielo, algo crucial para o negócio), o conflito potencial de governança veio à tona e causou um grande desconforto ao mercado. Em seguida, surgiram fortes rumores de que os mesmos controladores estariam examinando a aquisição da operação brasileira da Elavon, concorrente da Cielo. Bradesco e Banco do Brasil não negaram esse rumor, declarando inicialmente que 'não comentam rumores' e depois que 'analisam todas as oportunidades'. Acreditamos que, até que esse imbróglio seja esclarecido, as ações da Cielo poderão continuar sob pressão.

Valor Relativo

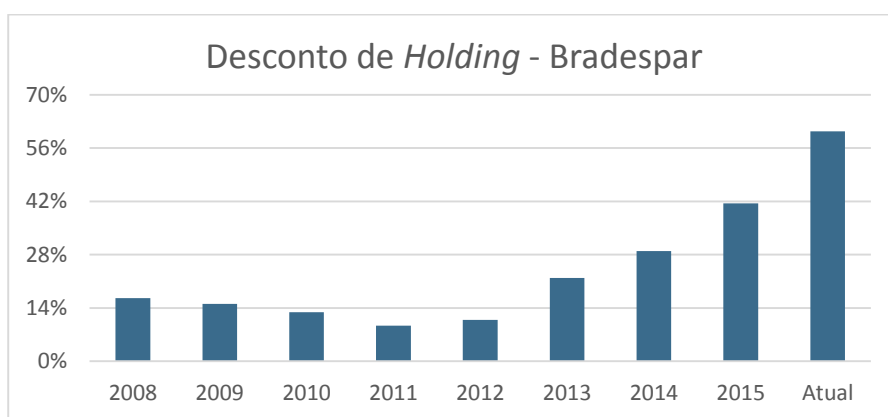
Em relação a operações de valor relativo, destacamos o movimento que observamos ao longo de 2015 no campo de arbitragens, em especial no que tange a descontos de *holding* e diferenciais entre ações ordinárias e preferencias de um mesmo ativo.

Discorreremos mais sobre a situação do desconto de *holding* de Bradespar dada a relevância da operação para os fundos.

Cada *holding* tipicamente apresenta seu desconto justo, que leva em conta os custos da *holding* específica, risco de alocação de capital, ineficiência fiscal, assim como riscos de diluição do desconto em eventuais aumentos de capital, dentre outros riscos. Não existe uma regra de bolso para o cálculo do desconto justo, dado que cada *holding* apresenta características específicas.

Grandes desvios em relação ao desconto justo sempre foram operados pelos fundos, que ao longo de sua história apresentaram resultados extremamente consistentes nesta estratégia. A partir de 2015 observamos algumas rupturas importantes nos patamares de desconto observados, e com estas vimos a primeira perda anual significativa na estratégia de arbitragens em nossos fundos.

Uma das perdas dos fundos em valor relativo se deu no caso de Bradespar, cujo desconto de *holding* evoluiu conforme o gráfico abaixo:



Conforme podemos observar, o desconto de *holding* da empresa passou de uma média de 15% no período entre 2008-2013 para pouco mais de 60% observados atualmente.

Esse movimento aconteceu por uma série de fatores, dentre os quais se destacam:

1. O acordo de acionistas da Vale vence em abril de 2017. Se o mesmo não for renovado, a Bradespar deixa de ser um dos controladores da Vale, com a empresa passando a ser controlada pela Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil). Existe um receio por parte do mercado de que a Bradespar poderá pagar um

alto valor à Previ pela renovação. Se este valor fosse exorbitante, poderia destruir o desconto de *holding* da empresa, e ainda por cima poderia deixar a Bradespar em uma situação de alavancagem delicada. De forma simplificada, um pagamento de R\$ 500 milhões (40% do valor de mercado atual da Bradespar) levaria o desconto de *holding* de 61% para 52%. Um pagamento a níveis irracionais, especulado por alguns agentes de mercado, poderia anular o retorno potencial da operação.

Não acreditamos em cenários extremos, em especial dado que a renovação do acordo parece ir ao encontro dos interesses de todos os envolvidos – inclusive os da Previ que, se passasse a ser a única controladora teria muito mais dificuldades em bloquear interferências do governo. Nesse eventual cenário, também observaríamos um aumento do risco de governança, que possivelmente traria efeitos negativos sobre o preço das ações da Vale, que representa hoje o principal ativo do portfólio da Previ, provocando perdas significativas para a mesma. Considerando que a renovação do acordo é do interesse de todos os envolvidos, temos dificuldade em acreditar em pagamentos de montantes desproporcionais. Entendemos que o evento de maior probabilidade seria uma renovação do acordo com uma oneração moderada, inferior a R\$ 500 milhões.

2. Um risco secundário seria um aumento de capital, seja pela restrição de capital na Vale, onde a Bradespar precisaria acompanhar um eventual aumento para manter sua posição no bloco de controle, seja por restrições de capital na própria Bradespar. Em qualquer evento de aumento de capital que impacte a Bradespar, o desconto poderia ser significativamente diluído.

Em relação à alavancagem da Bradespar, entendemos que a situação é relativamente confortável, em especial ao considerarmos que, além da posição que a Bradespar detém na Vale, de cerca de R\$ 3,5 bilhões (a valor de mercado), a Bradespar detém uma posição em CPFL de R\$ 880 milhões, para uma dívida de R\$ 980 milhões, com vencimento *bullet* apenas em meados de 2018, a um custo de 105% do CDI. Apesar do relativo conforto com a foto atual, temos defendido junto à empresa a venda da participação na CPFL, com a finalidade de desalavancar de forma quase completa o balanço da *holding*. Quando observamos o *ratio* dívida líquida/ativos totais, chegamos a um nível relativamente confortável de 25%. Como comparação, o *ratio* de Metalúrgica Gerdau é de 45%, mesmo após o aumento de capital, e negocia hoje com um desconto de *holding* ao redor de 5%. Curioso notar a diferença de percepção de risco do mercado para as duas situações.

Em relação à alavancagem da Vale, consideramos este um fator de risco relevante para o investimento em Bradespar. Um aumento de capital relevante nas ações ordinárias da Vale, acompanhado de um aumento de capital em Bradespar para manter a posição no bloco de controle, poderia diluir de forma significativa o desconto. Entendemos que, dada a evolução recente nos preços das *commodities*, principalmente a do minério de ferro, a travessia para Vale será delicada, em especial no período pré-operacional da expansão de Carajás (S11D), onde estamos observando o desembolso de *capex* sem a contrapartida operacional. O biênio de 2016/2017 tende a ser um período mais delicado para a empresa, que ainda apresenta o agravante da catástrofe de Mariana.

Numa eventual falta de capital, o aumento de capital certamente apresenta-se como uma das alternativas, porém, entendemos que, antes disso, a Vale tenderá a recorrer à venda de ativos *premium* ou ainda à emissão de bônus conversíveis em ações preferenciais. Um aumento de capital de grande magnitude nas ações ordinárias tenderia a ser um problema para os controladores, em especial para a Previ, que está sobrealocada em ações, com claro foco no desinvestimento, e necessitaria neste caso de um aporte de capital importante para manter o controle, movendo-se na direção oposta às suas necessidades. Entendemos, portanto, que um aumento de capital substancial nas ações ordinárias seria a última alternativa de fato para os controladores.

Apesar de apresentar alguns riscos não desprezíveis, dado o desconto de *holding* atual de 60%, vemos poucos cenários onde os fundos apresentariam perda permanente de capital. Um desconto de 60% simplesmente aguenta muito desaforo. Entendemos que o grande catalisador para a operação será a renovação do acordo de acionistas, que acreditamos deverá acontecer no período entre maio e outubro de 2016. Não acreditamos que esta incerteza se estenderá além de 2016.