

# Oceana Investimentos

Carta de Gestão – 1º Semestre 2017



## OVERVIEW DOS RESULTADOS

Os fundos apresentaram um bom resultado no 1º semestre de 2017.

Obtivemos ganhos em uma gama relativamente ampla de setores, dentre eles: shoppings, saúde, incorporação, distribuição de combustíveis, *utilities*, educação e financeiro. Abaixo, detalhamos algumas das principais contribuições individuais para os Fundos.

### Iguatemi

No setor de shoppings, a tese de investimento apresentada em nossa última carta semestral vem evoluindo da forma esperada. Os empreendimentos dominantes seguem apresentando uma performance diferenciada, e seus lojistas seguem em uma situação financeira mais confortável. No 1º trimestre deste ano, foi possível, mais uma vez, notar uma evolução de vendas e inadimplência nos shoppings da Iguatemi mais favorável que a dos seus concorrentes.

Conforme já colocamos no passado, a situação financeira dos lojistas é uma ótima ferramenta preditiva para a rentabilidade futura de um shopping. Muitas vezes os investidores subestimam os efeitos de uma situação desfavorável dos lojistas para as finanças dos shoppings. Isso se dá em função do *lag* temporal relevante entre a piora/melhora da situação dos lojistas, e a piora/melhora da situação financeira dos shoppings. Apesar de não caminharem juntos no curto prazo, se observarmos prazos mais longos, a rentabilidade dos shoppings e dos lojistas deve caminhar na mesma direção. Como uma vez nos disse o controlador de um dos maiores grupos de shoppings do país: “Se 5% dos seus lojistas estão em dificuldades, o problema é dos lojistas. Se 50% dos seus lojistas estão em dificuldades, o problema passa a ser do shopping”.

Em nossa última carta, descrevemos em detalhes o *investment case* de Iguatemi. Sugerimos a leitura para os que tiverem maior interesse.

### Ultrapar

Nesse semestre, auferimos um ganho importante com nosso investimento em Ultrapar. Esse investimento exigiu do time de análise um intenso trabalho de campo. Felizmente, o esforço trouxe bons resultados no período.

Ultrapar é um ativo de alta qualidade que acompanhamos de perto há bastante tempo. Dada sua rara combinação de boa gestão e negócios sólidos e defensivos, a empresa costuma ser muito bem precificada pelo mercado, sendo bem incomum nos depararmos com níveis de *valuation* muito descontados.

No entanto, entre o 2º semestre de 2016 e o início deste semestre, as ações da Ultrapar passaram por uma correção de preço relevante. Atribuímos essa correção especialmente à perda de *market share* na unidade de distribuição de combustíveis (Ipiranga), e aos questionamentos do mercado sobre a sustentabilidade de sua rentabilidade. Essa perda de *share* foi observada especialmente para os *players* de bandeira branca, mas também se notou uma performance inferior à da Cosan/Raizen.

Nesse momento, o nosso trabalho de análise foi intenso para avaliar se a perda de *share* foi estrutural ou conjuntural. Tivemos uma série de conversas com distribuidores independentes, importadores de combustíveis, donos de postos bandeira branca, e donos de postos bandeirados (Ipiranga, Shell e BR). Ao longo de um extenso processo, chegamos a algumas conclusões importantes, que nos deram confiança em relação à recuperação de *market share* da Ipiranga, tais como:

- i) Grande parte da perda de *share* deveu-se a dois fatores combinados: (i) ao menor preço do combustível importado vs. o preço praticado pela Petrobras; (ii) à maior flexibilidade do posto de bandeira branca em comprar grandes lotes desse combustível diretamente das *tradings*, repassando isso ao preço. Com isso, criou-se um grande diferencial de preço na bomba entre postos bandeirados vs. bandeira branca, em um momento que o consumidor estava bastante retraído e sensível a preço. À medida que o diferencial de preço do combustível importado reduziu (especialmente tendo em vista a nova política de precificação da Petrobras), nossa análise indicava que os postos bandeira branca perderiam parte relevante de sua competitividade (em gasolina, por exemplo, a diferença de preço chegou a R\$0,25/litro, e agora foi reduzida para ~R\$0,10/litro, em linha com a média histórica);

- ii) A melhor *performance* da Shell em relação à Ipiranga deveu-se em parte ao seu ritmo mais acelerado de abertura de postos nos últimos anos. Na segunda metade de 2016, a Ipiranga acelerou o ritmo de expansão de forma relevante e, com isso, conforme os postos fossem maturando, nossa expectativa era de que ela também recuperasse *market share* perante os postos bandeirados.

Os dados recentes de *market share* começaram a indicar uma recuperação por parte da Ipiranga, resultando em uma valorização relevante das ações de Ultrapar. Essa valorização recente das ações reduziu nossa margem de segurança no investimento; como consequência, reduzimos parte da posição dos fundos.

## BB Seguridade

Auferimos ganho importante também na posição de BB Seguridade. O maior foco do mercado no efeito da Taxa SELIC no resultado de curto prazo da BB Seguridade gerou a oportunidade de adquirirmos o ativo a um nível de preço que consideramos atrativo. A combinação de um negócio ainda com perspectivas de crescimento de médio prazo, com um *dividend yield* de aproximadamente 6%, chamou a nossa atenção.

Depois de montada a posição, a valorização das ações da BB Seguridade ao longo do semestre reduziu nossa margem de segurança no investimento, o que nos levou a reduzir a posição. Em adição, outro fator fez com que praticamente zerássemos o investimento: uma mudança na priorização dos esforços comerciais dos gerentes das agências do Banco do Brasil (controlador da BB Seguridade).

A venda dos produtos da BB Seguridade é dependente do direcionamento da força de vendas do Banco – leia-se gerentes de agência. O gerente é direcionado através de suas metas, que por sua vez são determinadas pela direção do Banco do Brasil, seu acionista controlador. De forma simplista, se as metas do gerente priorizarem produtos de seguridade, isso favorecerá a venda destes produtos, alavancando os resultados da BB Seguridade; por outro lado, se as metas dos gerentes priorizarem outros produtos, há o risco de observarmos o efeito oposto.

Com isso em mente, periodicamente temos interações com gerentes de agências do Banco do Brasil, com o objetivo de identificar qualquer mudança no direcionamento da força de vendas. Sabendo que em 90% das interações, não notaremos qualquer mudança de padrão, podemos afirmar que essa tarefa exige alguma disciplina (paciência) de nossos analistas. No entanto não existem atalhos – na nossa visão, o direcionamento da força comercial da rede, e mais objetivamente, o estabelecimento das metas do gerente do BB, é uma variável vital para o *case* de investimento da BB Seguridade.

Recentemente, com a piora na economia do país, o Banco do Brasil apresentou uma forte deterioração da qualidade de sua carteira de crédito. Com o objetivo de combater essa alta nas perdas de crédito, a partir do ano passado, o Banco passou a incentivar/alinhar os gerentes de agência nesta direção através de metas/orçamento.

Em conversas recentes com gerentes da rede de agências (entre abril e junho), verificamos que, neste cenário adverso, essa métrica de avaliação tem trazido grande dificuldade e preocupação, e feito com que sejam empreendidos elevados esforços na recuperação de créditos em atraso. Alguns citaram que, nos últimos meses, a primeira atividade do dia passou a ser ligar para os clientes com crédito em atraso. Esses esforços inevitavelmente têm feito com que os gerentes disponham de menos tempo e possam dedicar menos atenção a outros produtos de sua grade. Em nossa visão, isso traz um maior risco à venda de produtos da BB Seguridade.

Como essa mudança ainda é relativamente recente, temos dificuldade em precisar seus futuros impactos, mas acreditamos que o efeito pode ser relevante. Estamos acompanhando de perto essa evolução.

## MRV e Tenda

Sempre acompanhamos MRV de perto na Oceana. Notamos com interesse o movimento que a companhia realizou durante a crise, quando começou a aumentar de maneira expressiva o seu *landbank*. A partir de 2014, enquanto praticamente todas as construtoras enfrentavam problemas de caixa e queda de vendas, a MRV começou um movimento de aquisição de terrenos (a preços atrativos) nas principais regiões metropolitanas do país. Ou seja, a cia aproveitou um momento de fragilidade do mercado para elaborar um audacioso plano de expansão: migrar a operação de cerca de 35.000 unidades lançadas por ano para 50.000 unidades anuais.



É importante ressaltar os aspectos do crescimento dentro do modelo de crédito associativo: (i) dado que o repasse é realizado na planta, o crescimento do lucro se traduz em crescimento de fluxo de caixa para o acionista; (ii) uma vez que todos os terrenos já estão adquiridos, o crescimento do lucro se traduz em aumento expressivo do “RoE”, dado que a alocação de capital já foi realizada no passado. Diante de tais aspectos, acreditamos que o crescimento é uma fonte de valor para o acionista de MRV.

Montamos a nossa posição ao longo do ano de 2016, quando o mercado não precificava adequadamente o efeito do crescimento para a cia. Ao longo do primeiro semestre de 2017, o mercado começou a precificar esse efeito, fazendo com que o ativo se valorizasse em cerca de 40%. Apesar de acreditarmos que a empresa será bem-sucedida em seu plano de expansão, enxergamos alguns riscos que não podem ser desprezados, tais como: (i) ritmo de aprovação dos projetos; (ii) concentração do *funding* na CEF; (iii) dependência da continuidade do programa MCMV com o auxílio do FGTS. Dados esses riscos, à medida que a margem de segurança do investimento se reduziu (por conta da valorização do ativo), zeramos a posição.

Felizmente, o mercado nos apresentou uma alternativa de baixa renda a níveis de preço interessantes: a incorporadora Tenda. A empresa é proveniente de um *spin off* da Gafisa, ativo que conhecemos de longa data.

A história da Tenda pode ser marcada por dois momentos bem distintos: (i) Crescimento desorganizado no período entre 2008 e 2011; (ii) *Turnaround* e implementação de um “novo modelo” a partir de 2012. As características do modelo de negócios da Tenda entre 2008 e 2012 são similares a quase todas as incorporadoras que viveram o *boom* imobiliário da década passada: crescimento desenfreado liderado por parceiros locais. Assim como em todas as outras incorporadoras, tais fatores resultaram em estouros de custos e atrasos relevantes de obras. A partir de 2012, com o objetivo de sanear a situação da empresa, um novo time de executivos, liderado por Rodrigo Osório, foi contratado para realizar o *turnaround* da operação.

Desde então, a Tenda adotou um modelo altamente padronizado de empreendimentos focados no Faixa 2 do MCMV. Dentro de tal modelo, a empresa só realiza empreendimentos com mão de obra própria, não dependendo mais de parceiros locais, além de sempre realizar lançamentos quando o financiamento à produção já está contratado. Ao longo de aproximadamente 3 anos operando dentro de tal modelo, a Tenda vem entregando altos retornos nos projetos lançados sob tais parâmetros.

Apesar desse novo modelo estar entregando altos retornos, o balanço da empresa ainda é impactado pelo momento anterior ao *turnaround*. Os maiores impactos, atualmente, são advindos de processos judiciais e pelo capital alocado em terrenos e estoque do legado. Acreditamos que estes efeitos irão se dissipar gradualmente, levando a um incremento do retorno (ROE) da companhia nos próximos 2 anos.

## Pardini

Tipicamente não adquirimos posições relevantes em *IPOs*. A análise tem que ser feita às pressas (e muitas vezes com informação limitada), vemos a história da empresa sob uma janela curta demais, a contabilidade tipicamente é agressiva e na maioria das vezes a precificação não é uma barganha. No entanto, de tempos em tempos, surgem bons negócios a níveis de preço interessantes. Esse foi o caso de Pardini, empresa em que investimos em fevereiro, no seu *IPO*. Vimos na Pardini um bom negócio no setor de saúde, com posicionamento competitivo diferenciado, boa perspectiva de crescimento e uma precificação adequada. Neste caso, compreendemos que o *IPO* representava uma boa oportunidade para a compra do ativo.

Ao longo da sua trajetória de mais de 50 anos, o Instituto Hermes Pardini criou um negócio extremamente rentável de prestação de serviços para outros laboratórios. O negócio de *Lab to Lab*, como é conhecido pelo mercado, consiste na coleta, processamento e entrega de laudo de exames de análises clínicas para os laboratórios clientes. Hoje, o Pardini é o maior *player* do mercado de *Lab to Lab* no Brasil, com aproximadamente 40% de *market share*.

O negócio de *Lab to Lab* vem crescendo a taxas altíssimas e com retorno sobre capital empregado muito elevado. Tal crescimento decorre basicamente de duas alavancas: (i) o próprio crescimento de volume do mercado, impulsionado por questões demográficas favoráveis (principalmente o envelhecimento da população); (ii) os laboratórios clientes vêm terceirizando um volume cada vez maior de exames por conta da vantagem econômica (um exame terceirizado pode chegar a custar 4x menos do que um exame feito *in house*). Diante dessas duas alavancas, acreditamos que o *Lab to Lab* irá continuar entregando altas taxas de crescimento, com alta rentabilidade.

Além do negócio *Lab to Lab*, o grupo também conta com o negócio de unidades de atendimento e hoje possui 112 unidades presentes nos estados de MG, GO, RJ e SP. Enquanto o negócio de *Lab to Lab* apresenta diferenciais competitivos claros e alto retorno sobre o capital, para nós as vantagens competitivas do negócio de unidades de atendimento não são tão claras. Por consequência, a decisão da companhia de expandir o negócio de unidades via aquisições não nos parece óbvia.

Após uma valorização de cerca de 40% no semestre, e consequente redução da margem de segurança no investimento, reduzimos substancialmente nossa posição.

## O EXCESSO DE INFORMAÇÃO E SEUS IMPACTOS PARA O INVESTIDOR

Uma realidade com a qual os investidores vêm se deparando é o número crescente de informações públicas disponíveis. Essa realidade pode trazer tanto um número maior de oportunidades, como representar um risco adicional ao investidor. Saber lidar com esse novo ambiente, onde uma infinidade de informações está disponível de forma imediata a um “Google click” de distância é um desafio não trivial.

Há pouco tempo, digamos cerca de 15 ou 20 anos atrás, para avaliarmos um negócio, era necessário manter uma biblioteca, contendo arquivos com notícias passadas, recortes de revistas, recortes de jornal com entrevistas dos executivos ou até mesmo o deslocamento físico para buscar os relatórios das empresas. Esse mundo ficou no passado.

No mundo atual, o excesso de informação é uma realidade. À primeira vista, pode parecer uma situação de obvio ganho para o investidor. Afinal, quanto mais informação obtemos, maior a capacidade de se avaliar determinado investimento. Essa teoria deveria parecer óbvia para quase todos os investidores. Infelizmente não é simples assim.

O risco ou oportunidade, em nossa visão, está em saber priorizar, processar e analisar essa nova enxurrada de informações. É relativamente fácil se perder em meio ao excesso de informações. O estudo, de uma forma mais ampla, inegavelmente traz um crescimento intelectual do indivíduo - crescimento esse que deveria favorecer sua capacidade analítica ao longo do tempo sob algum aspecto. O desafio está em saber separar informações ou estudos que possam agregar para o investidor ao longo do tempo, de informações que possam confundir a mente do investidor. Isso não é trivial sob nenhum aspecto.

A maior tentação (ou perigo) nesse mundo de excesso de informação é a pessoa acreditar que possui uma visão diferenciada sobre os mais diversos assuntos, com base em análises incompletas, ou muitas vezes com base na simples leitura de outras opiniões. Atualmente, é comum observarmos investidores excepcionais em nichos específicos com opiniões fortíssimas sobre temas extremamente complexos e de difícil conclusão, tais como: resultado das eleições nos mais diversos países, perspectiva de curto prazo da economia na China, preços das mais variadas *commodities*, evolução provável de diferentes rupturas tecnológicas nos diferentes negócios, riscos geopolíticos, entre outros. A falsa opinião fundamentada representa um risco enorme para os investidores.

É natural que o investidor se sinta desconfortável em não dominar a totalidade de assuntos que podem impactar o preço de determinado ativo (lembrando que esta missão é verdadeiramente impossível). No entanto, é fundamental o investidor diferenciar aqueles assuntos em que ele possui um conhecimento diferenciado, e que podem gerar retornos diferenciados para seus investimentos, daqueles assuntos em que ele apresenta um conhecimento limitado, e que muitas vezes o levarão a tomar decisões que podem detrair valor de seus investimentos. Como Warren Buffett já colocou: “O que conta para a maioria das pessoas na hora de investir não é o quanto elas sabem, mas sim como realisticamente elas definem o que não sabem”.

Apesar dos riscos, se bem priorizada e processada, essa enxurrada de informações pode ser bastante benéfica para o investidor.

Os potenciais benefícios para a análise fundamentalista são, de certa forma, bastante intuitivos: amplo acesso a relatórios/apresentações históricas das empresas, entrevistas passadas, observação da evolução do negócio em outros países, acompanhamento de dados setoriais, dentre outros. Por outro lado, a otimização desses benefícios é algo que tem que ser continuamente trabalhado - em especial no que tange à captura e processamento de dados públicos que possam funcionar como ferramentas preditivas.

Essa busca e sistematização na captura de informações é algo incessante. É um “jogo” no qual o investidor obtém algum diferencial por um período de tempo, mas rapidamente ele é alcançado pelo resto do mercado. Então, o investidor tem que dar um novo passo. Um exemplo disso era nosso acompanhamento das movimentações de

compras/vendas de ações realizadas pela diretoria ou controladores das empresas que analisamos (informação pública divulgada pela CVM: instrução CVM número 358). Há cerca de 7 anos atrás, esse acompanhamento era extremamente útil para nós. A compra/venda de ações por parte da diretoria da empresa muitas vezes se provou um indicativo relevante para a performance da companhia. Em diversas ocasiões, a diretoria da empresa simplesmente observava uma melhora de curtíssimo prazo nas operações da empresa e tentava tirar proveito disso, comprando as ações da companhia antes do mercado conseguir observar essa melhora nos resultados divulgados. O contrário também se provou verdadeiro: a venda massiva da diretoria ou controladores de determinada empresa muitas vezes se provou uma boa ferramenta preditiva que o futuro era menos glorioso do que a empresa “vendia” institucionalmente aos seus investidores. Infelizmente, há cerca de 3 ou 4 anos, a ferramenta passou a ser mais amplamente utilizada, inclusive sendo divulgada por alguns bancos de investimento, reduzindo sua eficácia para nós. Nesse contexto, temos uma busca constante por novas formas de diferenciação.

Temos focado bastante energia na captura e processamento de informações públicas disponíveis que podem funcionar como ferramentas preditivas para os mais variados setores ou empresas. O número cada vez maior de informações públicas disponíveis torna este um enorme desafio/opportunidade.

## EQUIPE

Este ano tivemos uma adição ao time de análise: Joe Moura, que anteriormente trabalhou na Merrill Lynch como analista de *sell side* cobrindo os setores de bens de capital e transportes. Entendemos que, com esta contratação, chegamos ao tamanho ideal no time de análise/gestão. Por muito tempo, debatemos sobre a necessidade ou não desta última contratação. Temos encontrado um profissional como o Joe facilitou a decisão.

Na área comercial, no final do ano passado, tivemos a adição do Daniel Tavares, que anteriormente trabalhou no BTG Pactual. Sua energia, eficiência e bom humor são contagiantes. Estamos confiantes de que a adição do Daniel nos trará uma proximidade ainda maior com nossos clientes.

Apesar de não representar uma mudança em pessoal, Marcello Ganem, sócio da empresa desde sua fundação, passa a se aproximar mais da gestão, ficando mais próximo de nossos principais *investment cases*, e auxiliando cada vez mais na gestão dos Fundos. Sua consistência de resultados ao longo do tempo, em uma gama diversa de setores, o credencia a assumir novas responsabilidades na Oceana. Estamos muito otimistas com o movimento.

## QUADRO DE RENTABILIDADE

	Estratégia	PL	Rentabilidade	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o Início	Início
RETORNO TOTAL	Long Biased	R\$ 737,8	Fundo <sup>1</sup>	26,93%	49,92%	62,44%	145,50%	20/12/2010
			Ibovespa*	22,07%	18,50%	18,30%	-6,49%	
			CDI*	12,87%	28,77%	43,91%	98,28%	
	Selection	R\$ 422,6	Fundo <sup>2</sup>	29,22%	52,13%	60,97%	67,34%	21/12/2012
			Ibovespa	22,07%	18,50%	18,30%	3,10%	
			IBX*	22,39%	18,62%	19,14%	17,96%	
ÍNDICE ATIVO	Valor	R\$ 483,7	Fundo <sup>3</sup>	29,09%	34,02%	38,35%	168,41%	01/10/2008
			Ibovespa*	22,07%	18,50%	18,30%	26,31%	
			IBX	22,39%	18,62%	19,14%	57,94%	
L&S NEUTRO	Long Short	R\$ 701,8	Fundo <sup>4</sup>	16,02%	34,42%	49,40%	320,94%	15/03/2006
			CDI	12,87%	28,77%	43,91%	233,47%	

Data Base: 30/06/2017 - Rentabilidade dos Fundos: <sup>1</sup>Oceana Long Biased FIC FIA; <sup>2</sup>Oceana Selection FIA; <sup>3</sup>Oceana Valor FIC FIA; <sup>4</sup>Oceana Long Short FIM.

\*A utilização dos índices como indicadores é mera referência econômica, e não parâmetro objetivo do fundo.

A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou, do fundo garantidor de crédito - FGC. As informações contidas nesta carta são de caráter exclusivamente informativo. A Oceana Investimentos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir.