



Oceana Investimentos

Carta de Gestão – 2º Semestre 2017

1. OVERVIEW DOS RESULTADOS

	Estratégia	PL	Rentabilidade	1 Ano	2 Anos	5 Anos	Desde o Início	Início
RETORNO TOTAL	Long Biased	R\$1.670.790.569	Fundo ¹	26,49%	71,49%	104,00%	171,73%	20/12/2010
			Ibovespa*	26,86%	76,25%	25,35%	13,59%	
	Selection	R\$923.669.313	Fundo ²	34,21%	85,14%	93,22%	93,63%	21/12/2012
			Ibovespa	26,86%	76,25%	25,35%	25,23%	
ÍNDICE ATIVO	Valor	R\$623.620.184	IBX*	27,55%	74,36%	43,83%	42,73%	
			Fundo ³	33,90%	90,19%	69,43%	219,55%	01/10/2008
			Ibovespa*	26,86%	76,25%	25,35%	53,42%	
L&S NEUTRO	Long Short	R\$793.112.506	IBX	27,55%	74,36%	43,83%	91,10%	
			Fundo ⁴	11,77%	33,55%	79,15%	337,64%	15/03/2006
			CDI	9,95%	25,35%	69,93%	247,02%	

Data Base: 29/12/2017 - Rentabilidade dos Fundos: ¹Oceana Long Biased FIC FIA; ²Oceana Selection FIC FIA; ³Oceana Valor 30 FIC FIA; ⁴Oceana 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.

Após um longo período negativo para a bolsa de valores brasileira, observamos uma alta expressiva no biênio de 2016-2017.

O período de 2011 a 2015 apresentou desafios significativos para o investidor em ações. O índice Ibovespa caiu em termos nominais -37,45%, enquanto a Selic acumulou no período um total de 64,70%. Apesar dos desafios para o investidor de uma forma mais ampla, nossa estratégia focada na margem de segurança dos investimentos gerou bastante valor para os nossos investidores. O foco em comprar ativos sólidos, em que observamos retornos adequados nos diversos cenários possíveis (e não somente num cenário otimista – comum em curtos momentos de euforia), se provou adequado, em especial diante de um cenário de deterioração econômica acelerada.

Por mais simplista que possa parecer, comprar ativos de qualidade por um preço adequado pode gerar excelentes retornos mesmo em cenários econômicos mais adversos. Talvez o maior desafio desta estratégia seja evitar as diversas armadilhas pelo caminho, sejam elas as rupturas competitivas setoriais, controladores desonestos, truques contábeis que embelezam negócios sub-ótimos, conflitos de interesse, baixa qualidade do time de executivos da companhia, projetos superestimados, dentre diversos outros.

O período subsequente, compreendido pelo biênio de 2016-2017, apresentou uma dinâmica bastante diferente, com uma alta do Ibovespa de 76,25%.

Em teoria, períodos de forte alta da bolsa deveriam ser positivos para os investidores em ações, porém um pouco menos favoráveis à nossa estratégia de investimentos, que tem um foco muito maior nos riscos do que no retorno potencial de cada investimento. Momentos de euforia são momentos em que empresas de menor qualidade apresentam as melhores performances e ações de empresas muito alavancadas multiplicam-se de valor. Neste tipo de ambiente, naturalmente, nossos investimentos deveriam apresentar uma performance menos impressionante. Soma-se a isso o fato de carregarmos uma parcela de caixa nos fundos. É uma combinação de fatores que, em momentos de otimismo do mercado, traz desafios para a estratégia conservadora implementada pela Oceana.

Apesar do exposto acima, não foi isso o que ocorreu no biênio de 2016-2017. Nossos fundos apresentaram uma performance muito positiva, inclusive além do que nós mesmos esperávamos para um cenário tão positivo para a

bolsa. Foi um período em que nossa seleção de ativos (*stock picking*) foi muito bem-sucedida. Diversos foram os setores em que conseguimos selecionar investimentos diferenciados, valendo citar: elétricas, *financials*, incorporadoras, consumo, shoppings, educação e saúde.

Além da alta volatilidade no período, que é favorável à nossa busca por distorções no mercado, vale citar a maturidade do nosso time de análise, fator que certamente vem contribuindo de forma crescente para os nossos resultados.

A “1ª geração” do time de análise já trabalha em conjunto há mais de uma década. A “2ª geração”, que já foi vista como a “garotada”, após cerca de 5 anos de empresa apresenta uma excelente dinâmica. A maturidade do time vem fazendo diferença, e isso nos traz bastante otimismo para frente.

Como já mencionamos diversas vezes no passado, este é um *business* fundamentalmente de pessoas. Talvez nosso maior desafio seja manter um time diferenciado, motivado, engajado e com *ownership* do negócio ao longo do tempo. *Easier said than done*. Não é de forma alguma trivial o equilíbrio entre a cobrança e a competitividade necessária ao nosso negócio e um ambiente agradável para que as pessoas possam desejar trabalhar aqui por períodos superiores a 10 anos.

2. Fechamento para captação de nossos fundos

Em nossa Carta de Gestão do 2º semestre de 2016, enfatizamos a importância que o tamanho dos fundos tem para a manutenção da capacidade de geração de retornos diferenciados para os nossos investidores.

Em outubro de 2017, atingimos um volume de recursos sob gestão em que uma pausa em novas captações se fez necessária. Escolhemos uma forma de operacionalizar o fechamento dos fundos sem o envio de um aviso prévio sobre o fechamento, que acreditamos ter preservado nossa excelente base atual de investidores.

Temos sido indagados sobre potenciais reaberturas dos fundos. É sempre muito difícil prever os dois fatores críticos que devem nortear esta decisão: (i) evolução da liquidez dos ativos negociados em bolsa no Brasil, e; (ii) abertura de *capacity* por conta de eventuais resgates nos fundos. Como entendemos que nosso compromisso é desproporcionalmente maior com o capital atualmente investido em nossos fundos do que com potenciais novas captações, seguiremos com a mesma disciplina no tocante ao crescimento dos fundos que mostramos no passado.

3. Ciclos setoriais

A evolução dos diferentes setores da economia ocorre de forma não uniforme no tempo.

Em momentos de extrema adversidade para determinado setor da economia, as empresas do segmento naturalmente se retraem, cessam investimentos e diminuem suas operações de forma geral. Por outro lado, em momentos de euforia para aquele setor, vemos estas mesmas companhias acelerarem seus investimentos e entrarem em uma fase de expansão de seus negócios. Como este movimento normalmente é realizado simultaneamente por diversas empresas daquele setor, o efeito acaba sendo um impacto relevante na rentabilidade futura do segmento, gerando ciclos bem definidos de expansão seguidos por contração. Vemos essa dinâmica se repetindo com frequência e em uma vasta gama de setores da economia.

A euforia em determinado setor tipicamente é desencadeada por um passado recente de alto crescimento de receita e lucro operacional. Este crescimento provoca duas consequências importantes: (1) maior otimismo das empresas para frente – diretamente correlacionado com o passado recente; (2) maior disponibilidade de capital para investir – uma vez que os bons resultados recentes provocam uma redução na alavancagem.

Quando esta melhora de resultados é combinada com a possível realização de um valor estratégico potencial antes inimaginável (seja pela euforia de preços de mercado na Bovespa, que muitas vezes é materializada com IPOs, seja pela realização de transações privadas à níveis de preço muito elevados), o problema tipicamente é exponencializado pela ganância.

Do ponto de vista individual de cada empresa, na euforia é comum se observar uma aceleração dos investimentos para níveis que as mesmas não estão preparadas, seja pela falta de capacidade de execução da expansão em si, pela falta de pessoas qualificadas para gerir esta nova expansão, pela falta de diligência na euforia, pelo risco adicional da entrada em novas geografias, dentre diversos outros.

É quando a ganância supera o medo, quando os corajosos são vistos como vencedores enquanto os conservadores são vistos como pessoas sem visão empresarial, e quando alocações irresponsáveis de capital geram enormes prejuízos aos acionistas.

Em momentos de euforia em determinado setor, é particularmente importante observar o efeito da soma dos investimentos das diversas empresas, que são feitos de forma simultânea. Nesse momento, investimentos que poderiam até fazer sentido do ponto de vista individual de cada empresa provam-se desastrosos quando efetuados em conjunto com os investimentos das demais empresas do setor.

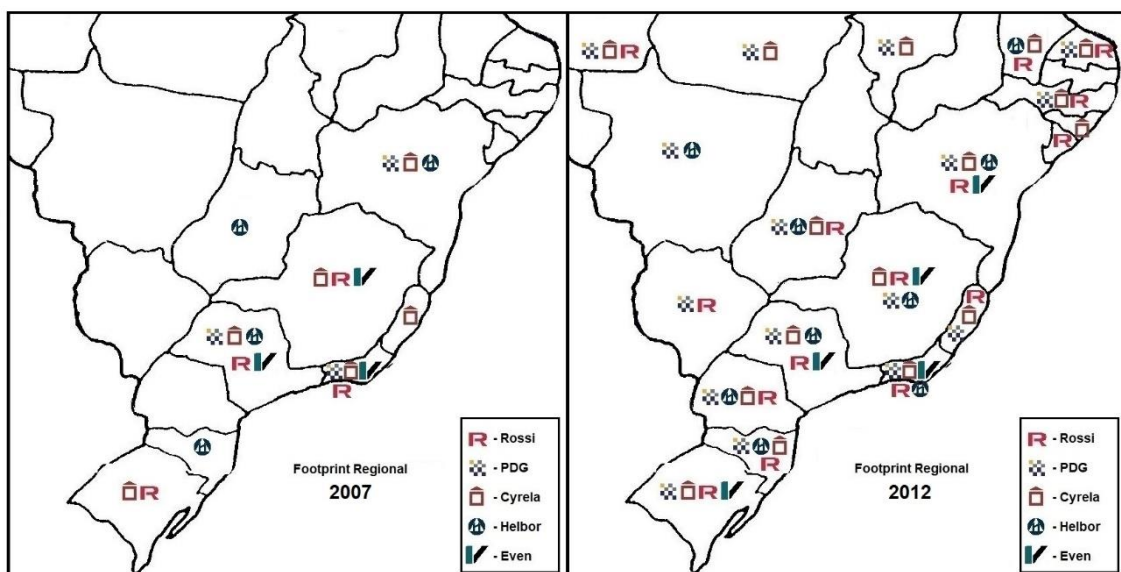
Uma expansão acelerada de diversos *players* de forma simultânea pode acarretar consequências adversas, tais como a maior competição por pontos de venda, matéria prima ou pessoas; a canibalização de vendas; a competição por preços, uma vez que todos tenham capacidade ociosa; dentre outros.

Diversos são os casos em que se observou uma consequência bem negativa desta expansão acelerada em um curto espaço de tempo. Abaixo, discorreremos sobre dois casos claros de euforia excessiva em setores específicos e, também, sobre um caso que começa a se verificar.

Incorporação Imobiliária

O setor passou por uma forte onda de otimismo entre 2005 e 2008, período que contou com 20 operações de abertura de capital no setor. Nesse momento, praticamente todos os *players* prometiam crescimento acelerado e diversificação regional. Como dito anteriormente, essa vontade de crescer era pautada por bons resultados obtidos nos anos anteriores e também cobrada pelos recentes investidores.

Nos mapas do Brasil abaixo (que recortamos para facilitar a visualização) é possível notar a evolução de *footprint* estadual de diversas incorporadoras no período de 2007 e 2012. Conforme pode ser observado, a expansão se deu de forma bem ampla e agressiva. Alguns praticamente duplicaram o *footprint*, como a Even, que passou de 3 para 5 estados, e Helbor, que expandiu de 4 para 8. Ainda mais impressionantes foram as expansões da Cyrela, que passou de 6 para 16 estados, Rossi, de 4 para 15, e PDG, de 3 para 16 estados.



Fonte: Empresas

Os investidores, eufóricos com as conquistas recentes das cias, pagavam altíssimos múltiplos pelos ativos de incorporadoras. Ao precificar altos níveis de crescimento e a elevação das margens por conta de benefícios de escala, o mercado chegou a pagar múltiplos acima de 3.0x o valor patrimonial de determinadas construtoras.

Infelizmente, a estratégia adotada pelo setor acabou por canibalizar consideravelmente o retorno da indústria. Como as incorporadoras não possuíam uma estrutura adequada fora de seus estados de origem, passaram a terceirizar a gestão de obras e a compra de terrenos à parceiros locais. O ritmo muito acelerado de expansão fez com que: (1) grande parte dos parceiros locais se vissem sobrecarregados com a quantidade de projetos; (2) os terrenos se tornassem mais caros, comprometendo a rentabilidade futura do negócio, e; (3) houvesse escassez de suprimentos e fornecedores, além de grande competição por mão de obra. O resultado de tal movimento foi um elevado número de estouros de custos, compras de terrenos a preços excessivamente elevados e uma queda muito relevante da rentabilidade da indústria.

A queda de rentabilidade das construtoras pode ser verificada na tabela abaixo. Como pode-se notar, o nível de destruição de valor para os acionistas foi brutal e as cias que mais expandiram foram aquelas mais prejudicadas, exemplo de Rossi e PDG.

Média ROE	2006-2009	2013-2016	Varição de ROE
Cyrela	18,7%	9,0%	-51,9%
Even	15,5%	8,1%	-47,7%
EzTec	14,1%	19,5%	38,3%
MRV	14,7%	11,7%	-20,4%
Helbor	14,5%	10,2%	-29,7%
Tecnisa	10,0%	3,2%	-68,0%
Gafisa	7,6%	-3,2%	-142,1%
Direcional	26,6%	9,1%	-65,8%
PDG	12,4%	-36,0%	-390,3%
Rossi	9,0%	-31,0%	-444,4%
Média	14,3%	0,1%	-99,6%
Mediana	14,3%	8,6%	-40,2%

Fonte: Empresas

Diante da magnitude de perdas incorridas por conta do crescimento acelerado, grande parte das incorporadoras resolveu voltar aos seus mercados de origem, tipicamente SP e RJ, diminuindo consideravelmente de tamanho. Hoje, a expansão e diversificação são vistas pelo mercado com muito mais cautela do que anteriormente. Os mesmos investidores que antes cobravam crescimento, hoje cobram foco. A deterioração de múltiplos também foi evidente: enquanto nos tempos de euforia a média de negociação de P/B era de 2,07, hoje é de 0,67.

	Cyrela	Even	EzTec	MRV	Helbor	Tecnisa	Gafisa	Direcional	PDG	Rossi	Média	Mediana
P/B 2007	3,7	2,7	1,1	2,8	1,2	1,6	1,3	1,5	2,1	2,7	2,1	1,9
P/B YE2017	0,9	0,6	1,4	1,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,0	0,5	0,7	0,6

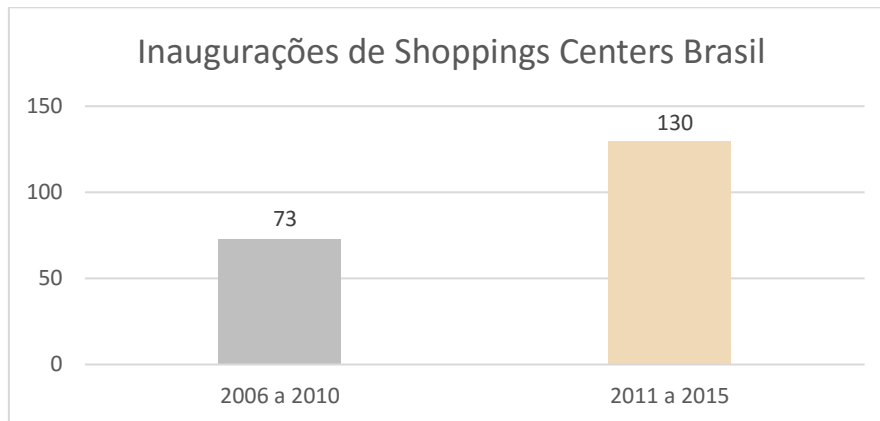
Fonte: Empresas

Shopping Centers

O setor de shoppings também vivenciou uma época de forte expansão entre os anos de 2011 e 2015. Naquele momento, grande parte dos integrantes da indústria contava com audaciosos planos de expansão, sustentados pelo

crescimento dos indicadores de consumo vistos nos anos anteriores. Métricas de penetração de consumo e Área Bruta Locável (ABL) por habitante, associados a um baixo custo de capital, frequentemente eram os ingredientes necessários para que tais planos saíssem do papel.

Com os recursos captados e o aval dos acionistas para crescer, o setor começou a expandir de maneira relevante. Quando observamos o ritmo de expansão de shoppings entre 2006 e 2010 e comparamos com o período entre 2011 e 2015, é possível notar que o ritmo de expansão quase dobrou.



Fonte: Abrasce

Grande parte de tais inaugurações se deu em cidades do interior, onde a economia local comportava um número reduzido de projetos. Em diversos momentos, presenciamos o seguinte fenômeno: os *players* acertaram em suas estimativas de renda e demografia da região, mas erraram em o quão agressivos seriam os seus concorrentes. Uma vez o projeto iniciado, tais *players* precisavam continuar com o andamento dos projetos por conta do capital investido e da cobrança de seus investidores.

A soma de um cenário de alta concorrência com um ambiente macro desafiador resultou em um efeito catastrófico para os novos shoppings centers. Com o excesso de ABL, os varejistas tiveram mais opções para os seus planos de expansão e, diante da crise, postergaram ou cancelaram tais planos. A combinação dos dois fatores fez com que a demanda para novos projetos fosse muito abaixo da esperada, resultando em taxas de vacância altíssimas em tais projetos.



Fonte: Ibope Inteligência, dados de Abril/2016

Neste momento de forte expansão, foi comum observar determinada empresa reclamando que seus concorrentes estariam sendo irracionais. Por sua vez, estes mesmos concorrentes acusavam a reclamante de irracionalidade. Cada *player* naturalmente defendendo seu projeto, que seria o “evidente vencedor” no longo prazo.

Várias são as cidades onde o problema de vacância ainda parece distante de uma solução. O caso de Sorocaba, cidade do interior paulista, é emblemático: a cidade, que contava com 3 shoppings em 2012, teve 5 inaugurações entre 2013 e 2015. Projetos foram inaugurados com 90% de vacância e também houve queda de ocupação nos shoppings antigos, canibalizando fortemente a indústria local.

No entanto, vale ressaltar que, diferente do setor de incorporadoras, conseguimos observar expansões bem-sucedidas no setor de shoppings. Frequentemente tais expansões encontram-se em regiões em que as cias já atuavam há muito tempo e possuíam profundo conhecimento do mercado e da concorrência. Ao priorizar tais regiões, vimos cias conseguindo manter o seu perfil de dominância ao expandir o seu portfólio, gerando assim valor para o acionista.

Drogarias

Ao avaliarmos o problema ocorrido nos setores de shoppings e incorporação imobiliária, naturalmente temos a facilidade de ter todos os dados e, em especial, os resultados à nossa disposição.

A questão que se coloca é: será que com base em um entendimento profundo do ocorrido no passado, seríamos capazes de antecipar futuros problemas em setores específicos nos quais a rentabilidade ainda não foi impactada?

Naturalmente, em análises prospectivas, sobram dúvidas e faltam certezas, mas alguns setores apresentam dinâmicas de expansão que nos deixam em alerta. Como exemplo, discorreremos um pouco sobre o setor de drogarias, que apresenta hoje algumas tendências menos benignas.

Antes de analisarmos o setor como um todo é importante discorrer um pouco sobre a principal empresa do setor, a Raia Drogasil (RD), que hoje apresenta um valor de mercado de aproximadamente R\$ 30 Bilhões. A RD é uma empresa que fez por merecer seu alto valor de mercado. Possui um time de executivos diferenciado e apresentou ao longo do tempo um excelente histórico de resultados. Não apenas entregou uma impressionante evolução de receitas e margens, mas foi capaz de expandir suas operações, com ganhos sustentáveis de *market share* junto com uma melhora do retorno de sua operação (ROIC).

Em função de sua história de grande sucesso a Raia Drogasil negocia hoje a um múltiplo de preço/lucro para 2017 de mais de 55x (segundo nossas estimativas), ou seja, o mercado observa o histórico da empresa assim como suas diversas qualidades, e extrapola isso para frente, assumindo que o múltiplo de mais de 55x se justifica pelo forte crescimento do lucro esperado para os próximos anos.

Naturalmente, o preço de mercado de RD não passou despercebido pelas demais empresas do setor, e nem pelos fundos de *private equity*. Vislumbrando a possibilidade dos seus negócios serem avaliados a preços também bastante elevados, a grande maioria dos *players* do setor decidiu recentemente acelerar seus respectivos planos de expansão.

Esta evolução pode ser observada no plano de expansão das empresas do setor para o biênio de 2017-2018. No biênio de 2014-2015, as cadeias selecionadas apresentaram um crescimento médio de 468 lojas/ano. Já no biênio de 2017-2018, as mesmas planejam uma abertura média de 789 lojas/ano. Em adição, a tendência parece ser de aceleração para frente.

Plano de Expansão de Lojas dos principais *players*

	2014	2015	2016	2017E	2018E
RD	135	156	212	212	240
DPSP	150	130	100	140	140
Pague Menos	90	100	146	170	200
Panvel	14	26	38	50	50
Extrafarma	28	31	61	100	100
Araujo	15	17	20	40	40
Nissei	15	20	20	30	30
Onofre	0	0	-12	7	17
Venancio	5	4	7	6	6
Total de aberturas	452	484	592	755	823

Fonte: reports de companhias, estimativas Oceana e matérias veiculadas na mídia

Além da aceleração da expansão de quase a totalidade dos *players*, também observamos *players* regionais adentrando praças novas. Em especial, observamos alguns competidores com planos de expansão mais agressivos para a região de SP, praça onde Raia Drogasil é dominante.

Naturalmente alguns *players* serão mais bem-sucedidos (acreditamos que RD será um deles pela sua qualidade), e outros menos preparados fracassarão, destruindo muito valor ao longo do tempo com essa aceleração na expansão. Vemos com particular ceticismo a expansão para novas geografias por parte de *players* menos estruturados.

Dito isso, vale ressaltar que o setor de drogarias apresenta características bem distintas que o de incorporadoras e shopping centers, valendo ressaltar:

1. **Drivers seculares de crescimento:** Acreditamos que os fundamentos que sustentam o crescimento do mercado de drogarias são robustos. O crescimento do mercado de drogarias está sustentado pelo envelhecimento da população, uma tendência demográfica secular que deve impactar positivamente a receita do setor por mais de uma década.
2. **Maior facilidade de reverter a expansão:** Para se construir uma farmácia é necessário um período inferior a 1 ano e um investimento de R\$1-1,5milhão por loja, enquanto um projeto imobiliário pode levar de 4 a 8 anos e exigir um investimento de centenas de milhões. No momento em que as empresas se deparam com uma deterioração dos fundamentos do setor, a reversão da expansão é naturalmente mais rápida no setor de drogarias. Projetos imobiliários já iniciados (que muitas vezes já incorreram em boa parte do investimento) seguirão com investimentos relevantes até a sua conclusão. As redes de drogarias, por sua vez, conseguem reverter a aceleração da expansão muito rapidamente.

Como consequência das ressalvas mencionadas acima, acreditamos que a aceleração da expansão nesse setor irá gerar um impacto muito menor e menos duradouro que o observado no segmento imobiliário e de shopping centers. No entanto, esperamos, sim, algum impacto.

É natural antecipar-se uma maior competição por pontos, por gente qualificada e pelos clientes (via preços mais competitivos ou maior gasto com marketing). Em um ambiente como este, os riscos de pressão sobre as vendas nas mesmas lojas (SSS) e sobre a rentabilidade do setor não devem ser desprezados, em especial para o biênio 2018-2019, em que uma série de *players* estão conjuntamente acelerando seus planos de expansão.

Em função de sua execução superior, disciplina financeira e qualidade da operação de loja, temos dificuldade em afirmar se a Raia Drogasil também sentirá esse impacto, ou se conseguirá manter sua dinâmica de ganhos de *market share* e eficiência operacional. No entanto, entendemos que o ambiente será mais desafiador nos próximos anos, e que este tema deve ser monitorado de perto.