

“Quando tivermos um bom ano, nossos clientes idealmente deveriam concordar conosco.” - Seth Klarman

É mais fácil concordar que um ano foi bom quando os retornos foram positivos, mas vale sempre lembrar que existem anos em que não perder dinheiro pode ser visto como um resultado excelente. Acreditamos que nossos fundos tiveram um ano muito bom em 2016 - em especial quando analisamos os resultados à luz das condições de contorno do ano.

2016 foi um ano em que ativos menos previsíveis (ou mais arriscados) apresentaram uma excepcional performance: Vale3 + 98%, Petr3 + 98%, Elet6 + 148% e Bbas3 + 99%, e o desafio de gerarmos bons resultados sem posições direcionais significativas nesses ativos não foi desprezível para nossos fundos. Acreditamos que fomos bem-sucedidos em gerar bons resultados sem incorrer em uma exposição exagerada a ativos mais arriscados.

Conforme colocamos no relatório do primeiro semestre, a alta volatilidade dos mercados ao longo do ano beneficiou nossos fundos. Em momentos de alta volatilidade e emoção nos mercados, tendemos a identificar com mais frequência distorções entre os preços dos ativos e seus fundamentos. De forma geral, temos sido bem-sucedidos em “blindar” nossas análises de fatores que consideramos ruídos de curto prazo e tirar proveito dessa irracionalidade e dos *sector rotations* exagerados para realizar investimentos com bastante margem de segurança. No semestre passado escrevemos sobre nosso investimento em BVMF para exemplificar esse efeito. Conforme repetimos constantemente, a volatilidade é uma grande aliada do *value investor*.

Filosofia de Investimentos - Foco

Investir em um país como o Brasil é um desafio constante. Vivemos em um ambiente de alta volatilidade no mercado financeiro por conta de frequentes mudanças nos fundamentos econômicos e, em especial nos últimos anos, frequentes mudanças na política. Naturalmente, cada investidor escolhe a estratégia que acredita ser mais eficiente para lidar com esse desafio/oportunidade. Diferentes métodos são válidos: uns preferem focar na seleção de ativos através da análise fundamentalista (nossa opção); outros preferem focar em fazer uma previsão macro para os próximos anos (somos mais céticos); outra abordagem seria a identificação de diferentes assimetrias nos diversos cenários possíveis; outros adotam um *trading* mais ativo (métodos quantitativos ou não); dentre outros.

Independentemente do método escolhido, acreditamos que dois conceitos fundamentais deveriam nortear investidores:

1. É fundamental o investidor realizar uma autoanálise de forma honesta, com o objetivo de avaliar se efetivamente possui vantagem competitiva na estratégia/método pretendido.
2. É importante incorrer em poucas mudanças na filosofia de investimentos ao longo do tempo. A premissa básica por trás disso é simples: após 10 ou 20 anos implementando a mesma estratégia, certamente o investidor já não cometerá alguns erros que cometia quando era iniciante.

À luz destes dois conceitos, temos nos mantido distantes das novas tendências que boa parte dos investidores de ações no mercado brasileiro tem seguido.

Existem diversos exemplos históricos onde a ampliação do escopo de atuação trouxe resultados positivos, mas ainda mais numerosos são os exemplos onde essa ampliação prejudicou os resultados. Há cerca de 10 anos, diversos gestores fundamentalistas *long-only* adentraram na estratégia *long-short*, talvez sem vantagem competitiva clara na estratégia. Nesse mesmo período, observamos alguns gestores macro adicionarem uma área de ações dedicada à análise fundamentalista, competindo por capital no mesmo veículo de investimento com o time macro. Também vimos com alguma frequência gestores de ações fundamentalistas adentrarem no segmento de *private equity*. De certa forma, a ampliação do escopo de atuação dos gestores sempre esteve presente, mas recentemente esse movimento retornou com muita intensidade.

Mais recentemente, em especial ao longo dos últimos 3 anos, cada vez mais investidores fundamentalistas no Brasil têm ampliado seu escopo de atuação em duas grandes frentes: 1) maior foco macro/político; 2) maior diversificação de ativos, adicionando mais ativos internacionais aos seus portfólios.

Ainda é cedo para avaliar se essas novas tendências, que boa parte dos investidores de ações no mercado brasileiro estão adotando, serão bem-sucedidas. Alguns serão mais bem-sucedidos do que outros, e possivelmente o grau de sucesso terá relação com o tempo em que esta mudança vem sendo implementada por cada investidor. É importante para nós, mais do que tentar adivinhar o futuro, deixar claro para os nossos investidores o caminho que escolhemos, e mantê-los bem alinhados com a estratégia que seguiremos adotando na Oceana.

Nossa opção continua sendo a de investir em empresas que apresentam distorções relevantes entre o preço de suas ações e seus fundamentos. Seguimos acreditando que a melhor forma de preservar capital é investindo em ativos que conhecemos bem e cujos preços ofereçam grande margem de segurança. Seguimos entendendo que nossa vantagem competitiva está em investir em empresas com atuação no Brasil. Aqui conhecemos as empresas, o ambiente regulatório, o histórico dos controladores e executivos, as preferências dos consumidores, nossos direitos como minoritários, e temos excelente acesso ao mundo corporativo. Continuaremos declarando a nossa inabilidade para prever o próximo movimento macroeconômico.

Em 5 anos, podemos ser vistos como disciplinados por termos mantido o nosso foco, ou podemos ser vistos como dinossauros que não souberam se adaptar às mudanças. Certamente os resultados obtidos pelos fundos serão determinantes para a conclusão da maioria.

A opção que fazemos pela aderência à nossa filosofia de investimentos original tem como base a crença de que uma eventual ampliação do nosso escopo de atuação diluiria consideravelmente nossa vantagem competitiva. O esforço que precisamos empregar para mantermos nosso time e processos aderentes à nossa filosofia de investimentos original é bastante significativo. A atração pelo noticiário político constante, ou a possibilidade de se investir em ícones do capitalismo americano, como Coca Cola, Apple ou Google, tendem a “seduzir” quase a totalidade dos jovens analistas (e vários não tão jovens também). É um esforço consciente dentro da Oceana a manutenção da cultura, da estratégia e da disciplina do time de gestão ao longo do tempo.

Tamanho da Estratégia

Ao longo das últimas cartas, exemplificamos a nossa forma de atuação diante da alta volatilidade do mercado acionário brasileiro. Neste contexto, algo que vale enfatizar são as limitações que devemos observar para que a nossa abordagem seja eficiente. Se, por um lado, a alta incerteza e volatilidade intrínseca ao mercado brasileiro de ações favorece um *value investor* (gerando maiores distorções entre o preço do ativo e seu valor intrínseco), por outro lado nosso mercado infelizmente ainda apresenta uma liquidez limitada. Tendo isso em mente, é importante reforçar que o tamanho do fundo importa, e muito, para se explorar as oportunidades geradas em momentos de *stress*.

Esse conceito, apesar de bem difundido no discurso da maioria dos gestores, é menos observado na prática. Muitas vezes, a ganância de curto prazo é dominante na decisão de diversos investidores. Como já é bem conhecido pela nossa base de clientes, entendemos que o conservadorismo no tamanho da estratégia é fundamental para nosso desempenho ao longo do tempo.

O benefício do tamanho adequado da estratégia já se provou importante em diversos momentos da história da Oceana, e pode ser exemplificado pelo *investment case* de nossos fundos em Gafisa. Conforme mencionado em nossa última carta de gestão, “compramos um lote substancial de ações a R\$ 1,85/ação, preço este que equivalia à empresa negociar a cerca de 22% do valor patrimonial”. Na época, nosso entendimento era de que a soma das partes era subavaliada pelo mercado. A Gafisa atuava em 3 segmentos: (1) segmento Gafisa (média/alta renda); (2) segmento Tenda (baixa renda); e (3) segmento Alphaville (loteamento). Ao avaliarmos os 3 segmentos da empresa de forma independente, observávamos um valor consolidado consideravelmente acima do valor de mercado.

Após o anúncio do IPO de um dos 3 segmentos, a subsidiária Tenda, que mostrou ao mercado a existência de um “*hidden value*” dentro da Gafisa, as ações se apreciaram consideravelmente. Entre os preços de R\$ 2,5 e R\$ 2,9/ação, vendemos a maior parte da nossa posição, à medida que a margem de segurança do investimento se reduziu (hoje detemos cerca de 15% da posição original).

Apesar de não prevermos isso no momento de nossas vendas (mas sempre era uma hipótese considerada), o IPO de Tenda fracassou, e a empresa foi parcialmente vendida para um grupo de *private equity* e minoritários de Gafisa,

a um valor aproximado de 0,45x *book* (preço substancialmente inferior ao indicado no potencial IPO). O resultado final da operação foi de certa forma decepcionante para nós. A combinação do fracasso do IPO da Tenda, e de resultados financeiros da entidade consolidada mais fracos do que o esperado pelo mercado e por nós, provocou uma forte queda no preço das ações, levando-a a um preço pouco acima de R\$ 2,0 por ação. Em função da sequência de eventos, que foi negativa para nossos modelos, ainda não encontramos a margem de segurança para recompor a posição, mas seguimos acompanhando Gafisa de perto.

Dito isso, mais importante que a evolução dos fundamentos da Gafisa, é demonstrar a importância de se ajustar o investimento via compras e vendas, à luz de novos fatos e preços. A volatilidade dos mercados pode ser uma grande aliada do *value investor*, mas desde que o investidor tenha o tamanho correto para conseguir tirar proveito das oportunidades que o mercado oferece. Uma posição muito maior em Gafisa (decorrente de uma base de ativos sob gestão muito maior) teria nos deixado mais engessados - sem dúvida poderíamos ter vendido parte da posição, mas possivelmente não o suficiente para garantir o mesmo resultado positivo para os Fundos.

Dimensionar corretamente, ou conservadoramente, o tamanho da estratégia é de suma importância para nossa performance de longo prazo. Gafisa é apenas um dos vários exemplos que poderiam ser utilizados.

Aos nossos clientes, reforçamos nosso compromisso em manter a mesma disciplina de crescimento de nossos fundos no futuro.

Shopping Malls

Historicamente, ao analisarmos o setor de shoppings, nos preocupamos de maneira especial com a saúde financeira dos lojistas de tais shoppings. Em curtos períodos de tempo, a saúde financeira dos lojistas muitas vezes descola da saúde financeira do shopping, mas no longo prazo elas tendem a andar juntas.

A situação dos lojistas muitas vezes funciona como ferramenta preditiva sobre como se comportarão as finanças do shopping que os abriga ao longo dos anos subsequentes. O trabalho de campo para entender a situação dos lojistas muitas vezes é bem trabalhoso, mas pode oferecer ganhos importantes. Ambientes de forte melhora ou deterioração da situação dos lojistas merecem atenção especial.

Ao final de 2011, após um “*boom*” de consumo no Brasil que levou os lojistas a apresentarem um forte crescimento de vendas por diversos anos, a saúde financeira média dos lojistas era muito boa. Diante desse quadro, imaginávamos que os reajustes de alugueis praticados pelos shoppings seriam relevantes nos anos subsequentes, impactando favoravelmente o resultado de tais cias. Após checar com diversas pequenas cadeias de lojas, observamos uma agressividade ainda maior do que imaginávamos por parte dos shoppings. Reajustes de 30/40% acima da inflação não eram incomuns.

Dado que o contrato médio de um lojista é de 5 anos, o shopping demora um período relativamente longo de tempo para capturar os benefícios de renegociações favoráveis com os lojistas. Ou seja, o benefício é capturado progressivamente, à medida em que os contratos dos lojistas vão vencendo. O lucro dos shoppings no ano subsequente ao início das renegociações agressivas, apresentava um impacto limitado, mas observado um prazo mais longo, o impacto era muito significativo. Nosso caso base indicava um reajuste de alugueis consideravelmente acima das vendas dos lojistas pelos 5 anos seguintes. O efeito desse reajuste sobre o valor intrínseco dos shoppings era muito expressivo.

Tal dinâmica, aliada ao fato de enxergarmos taxas internas de retorno muito atrativas à época, nos deixaram confiantes para montar posição em algumas empresas de shoppings centers. Esse movimento se provou acertado, trazendo resultados positivos ao longo dos anos seguintes.

Essa foi a realidade observada no setor de shoppings até meados de 2014, quando nos deparamos com uma crise de proporções mais severas. Com a deterioração do cenário macroeconômico observada nos últimos 2-3 anos, o crescimento de vendas que era robusto desacelerou de maneira expressiva, virando na verdade uma queda de vendas nominais para os lojistas de diversos shoppings. Importante notar que tal deterioração vem impactando

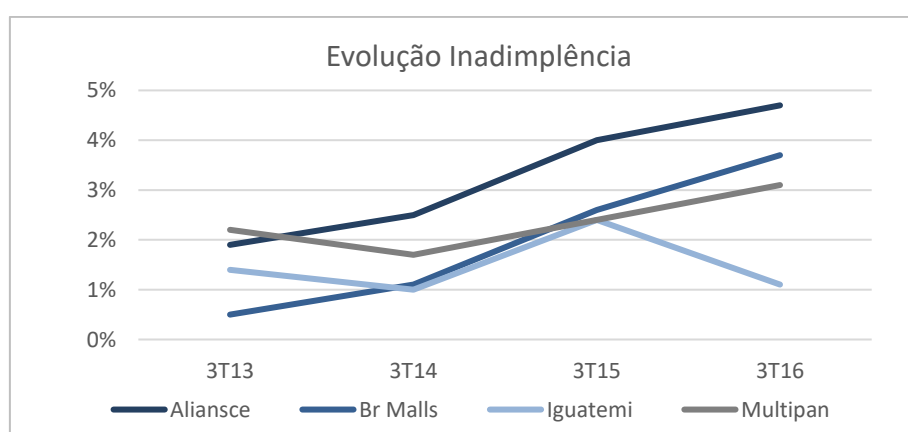
lojistas de diferentes shoppings de maneira diferente. Hoje, por exemplo, vemos os shoppings dominantes e focados na classe A com vendas mais resilientes do que os shoppings regionais e direcionados à classe B/C.

Entre os shoppings com ações negociadas em bolsa, podemos notar os desafios em manter as vendas nos últimos anos, com evolução de vendas bem abaixo da inflação nesse período, mas também é possível notar a diferença de performance dos lojistas dos diferentes shoppings. Aliansce e BR Malls, com maior presença nas classes B e C, apresentaram uma performance de vendas pior que Iguatemi e Multiplan, por exemplo.

Vendas Anuais por M ² Ocupado		
	2014	2016E
Aliansce	R\$ 12.843	R\$ 12.288
Var. Biênio		-4,3%
Br Malls	R\$ 14.233	R\$ 13.880
Var. Biênio		-2,5%
Iguatemi	R\$ 18.296	R\$ 19.485
Var. Biênio		6,5%
Multiplan	R\$ 17.523	R\$ 18.067
Var. Biênio		3,1%
IPCA		17,60%

Apesar dos efeitos da deterioração de vendas dos lojistas demorarem para serem sentidos em sua plenitude nos resultados (lógica parecida com a observada em 2011 - apesar da velocidade maior de transferência no movimento de queda), já é possível observar algumas tendências se iniciando: 1) Shoppings com foco maior na classe B/C vêm aumentando o nível de descontos para os seus lojistas; 2) O nível de inadimplência em shoppings classe B/C vem aumentando mais do que em shoppings classe A. Geralmente, uma dinâmica desfavorável de vendas resulta em algum (ou a combinação) dos três fenômenos a médio prazo: (1) Vacância aumenta; (2) Inadimplência aumenta; (3) Concessão de descontos aumenta.

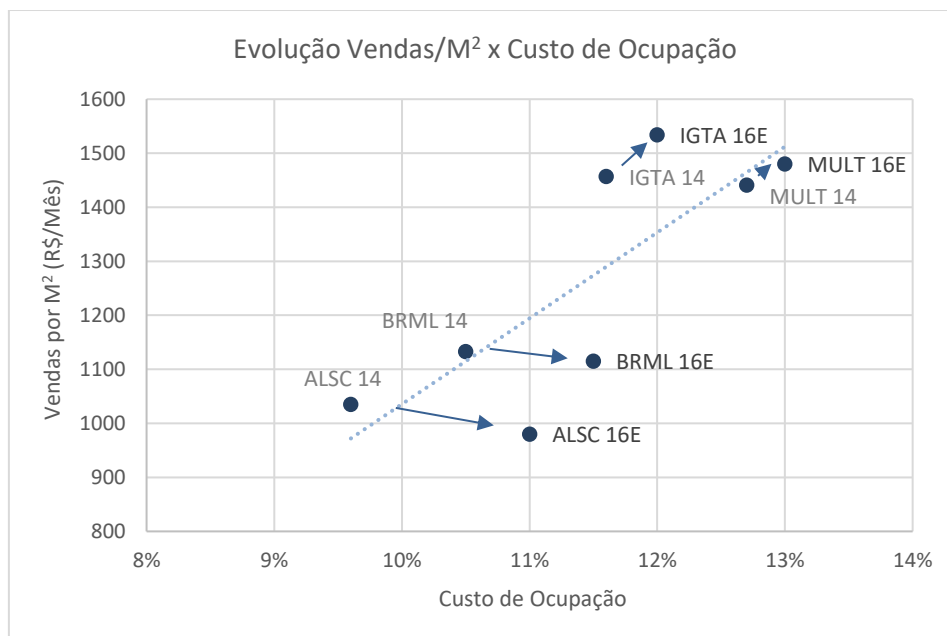
O gráfico abaixo demonstra a evolução de inadimplência nos shoppings negociados em bolsa. Apesar de ser uma tendência ainda em fase inicial, é possível notar uma evolução menos problemática da inadimplência no caso da Iguatemi:



Fonte: Cias listadas

Outro dado que observamos com atenção é a combinação da evolução das vendas por m² e do custo de ocupação dos principais shoppings centers listados. Em teoria, quanto maior a venda por m² do lojista, maior deveria ser o custo de ocupação do shopping que o lojista consegue suportar. Muitas vezes, uma loja satélite com vendas excepcionais em um shopping dominante consegue arcar com custos de ocupação de até 20% da receita de vendas, enquanto outra loja satélite com vendas medíocres em um shopping mal estruturado não é viável mesmo com um

custo de ocupação de 0%. Observar os dois dados em conjunto pode indicar potenciais desequilíbrios financeiros dos lojistas. O gráfico abaixo indica algumas tendências importantes:



Fonte: Cias Listadas; Oceana.

No caso de Br Malls e Aliansce, cujo portfólio é focado nas classes B/C, observamos queda nominal de vendas ao longo dos últimos 2 anos e um aumento do custo de ocupação (+100Bps em BRML e +140Bps em ALSC). Já no caso de Iguatemi e Multiplan, cujo portfólio é mais focado na classe A, vemos um aumento nominal de vendas com um aumento marginal no custo de ocupação (+20Bps em IGTA e + 40Bps em MULT). Em tese, o lojista de Aliansce e Br Malls encontra-se mais distante do “ponto de equilíbrio” – indicado pela linha pontilhada, e conseqüentemente diante de maiores desafios.

Conforme colocamos anteriormente, o impacto de um movimento de alta ou queda de vendas é apropriado de maneira retardada pelos shopping centers, por conta da natureza dos contratos de alugueis. Devido a esse efeito de longo prazo, acreditamos que os shoppings que estão sofrendo mais hoje com queda de vendas e aumento do custo de ocupação terão mais dificuldade em apresentar uma boa evolução de rentabilidade ao longo dos próximos anos. No caso de uma melhora no cenário macro, acreditamos que a retirada de descontos poderá vir mais rápido em shoppings cuja situação financeira dos lojistas seja mais saudável.

À luz desse cenário, no setor de shoppings detemos apenas posição em Iguatemi, cujo preço de suas ações oferece hoje uma taxa interna de retorno atrativa e uma boa margem de segurança. Observando apenas os múltiplos de curto prazo, vemos um desconto modesto em comparação com as demais empresas do setor, mas em um horizonte mais longo de tempo, acreditamos que o diferencial de performance surpreenderá boa parte do mercado. Entendemos que a saúde financeira média do lojista da Iguatemi está razoavelmente acima da média do setor, oferecendo à empresa uma perspectiva financeira melhor que diversos de seus pares. Além disso, quando comparado à outras cias listadas, a Iguatemi não tem exposição ao Rio de Janeiro, região que pode ser impactada pela grave crise fiscal que se abate sobre o Estado.

Valor Relativo:

No ano de 2016, geramos bons resultados nas operações de valor relativo, com destaque para *pair trades*, arbitragens (mais do que revertendo as perdas de 2015) e operações de distorção de valor inter-setoriais.

Olhando para 2017, iniciamos o ano com um nível menor de oportunidades em arbitragens, mas com um nível mais elevado e crescente de oportunidades em *pair trades*, em especial nos setores de *financials*, shoppings,

elétricas e incorporadoras. Naturalmente, o mercado é dinâmico, e esse quadro pode mudar sensivelmente ao longo do ano. Não obstante, entramos em 2017 com algum otimismo em relação à estratégia de *pair trades*.

Conforme colocado em nossa última carta semestral, observamos uma “melhora do mercado de alugueis de ações como um todo ao longo do primeiro semestre de 2016”. O mercado de alugueis seguiu relativamente saudável ao longo do segundo semestre. Um mercado de alugueis “comportado” auxilia nossa geração de resultados na estratégia *long short*. Seguiremos passando *updates* sobre o tema nas próximas cartas.

QUADRO DE RENTABILIDADE

	Estratégia	PL	Rentabilidade	12 Meses	24 Meses	36 Meses	Desde o Início	Início
RETORNO TOTAL	Long Biased	R\$ 505,7	Fundo ¹	35,58%	40,70%	45,14%	114,82%	20/12/2010
			Ibovespa*	38,94%	19,04%	16,93%	-10,46%	
			CDI*	14,00%	29,19%	43,09%	87,66%	
	Selection	R\$ 18,1	Fundo ²	37,95%	40,61%	39,72%	44,28%	21/12/2012
			Ibovespa	38,94%	19,04%	16,93%	-1,28%	
			IBX*	36,70%	18,42%	16,41%	11,90%	
ÍNDICE ATIVO	Valor	R\$ 273,8	Fundo ³	42,04%	26,38%	25,20%	138,65%	01/10/2008
			Ibovespa*	38,94%	19,04%	16,93%	20,94%	
			IBX	36,70%	18,42%	16,41%	49,83%	
L&S NEUTRO	Long Short	R\$ 556,3	Fundo ⁴	19,49%	32,39%	45,94%	291,55%	15/03/2006
			CDI	14,00%	29,19%	43,09%	215,61%	

Data Base: 30/12/2016 - Rentabilidade dos Fundos: ¹Oceana Long Biased FIC FIA; ²Oceana Selection FIA; ³Oceana Valor 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.