

Agosto de 2013

Resultado

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	% CDI	Ibovespa
2011	-	-	-	-	-	-	-	1,21%	1,16%	1,73%	1,77%	-0,87%	5,07%	120,36%	3,85%
2012	1,65%	1,39%	0,03%	1,28%	2,17%	1,48%	-0,93%	0,53%	0,26%	1,72%	0,66%	1,79%	12,69%	150,78%	7,40%
2013	0,65%	2,68%	-0,05%	2,26%	1,90%	-0,17%	0,06%	-1,07%					6,37%	130,50%	-17,95%

Dados atualizados até 30/08/2013.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	308.229.525,29	232.134.408,42
FIC	101.937.924,64	68.457.069,15

Dados atualizados até 30/08/2013.

	Fundo	% CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	25,95%	140,25%	-8,50%
Retorno 12M	11,16%	154,19%	-12,36%

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 30/08/2013.

Atribuição de Performance*

2013

Setores	Impactos Ex-IBOV **
Setor Financeiro	3,65%
Serviços	2,51%
Consumo e Varejo	1,78%
Imobiliário e Shoppings	1,33%
Utilidades Públicas	1,30%
Petróleo	1,22%
Logística e Infra-Estrutura	0,57%
Industrial	0,01%
Materiais Básicos	-2,67%
Total Long & Short	9,69%
Direcional	-4,89%
Caixa e Despesas	1,57%
Total FIC	6,37%

Dados atualizados até 30/08/2013.

* Ver detalhamento dos setores no final da carta

** Além do CDI

O Opportunity Equity Hedge completou dois anos. Apesar do bom resultado desde o seu início, os últimos meses não são dignos de comemoração. Este momento é uma lembrança de que o perfil de risco do fundo o torna sujeito à volatilidade e requer uma perspectiva de longo prazo. Apesar de indesejadas, quedas desta magnitude podem ocorrer ao longo da história do fundo, principalmente durante um curto período de tempo com alta volatilidade (como foi o caso do mês de agosto).

Ainda assim, estamos confiantes que nossos investimentos apresentam excelentes perspectivas de retorno vis-à-vis seu risco, com um enorme potencial de repetir a consistência destes últimos dois anos.

O Atual Ambiente

O ano tem sido marcado por uma constante deterioração no cenário da economia brasileira. O caráter errático das atuais políticas monetária e fiscal leva a maiores dúvidas sobre o equilíbrio de longo prazo de nosso país. A consequência desta incerteza é um comportamento mais volátil do mercado.

Desde abril, data da nossa última carta, a principal correção aconteceu no mercado de renda fixa. A taxa de câmbio saiu de 2,00 R\$/US\$ para 2,39 R\$/US\$ e as taxas de juros previstas na curva futura subiram consideravelmente (em especial os juros longos, com vencimento em Janeiro de 2021, que saíram de 9,5% para 12,17%)¹. Já a bolsa brasileira caiu pouco mais de 10%.

Vale notar que o repasse de um câmbio mais depreciado para os preços passa a exigir um aperto monetário maior e um gasto fiscal mais controlado para impedir que a inflação saia de controle. Como o mercado atribui uma baixa probabilidade à adoção de políticas impopulares perto de um ano eleitoral, o prêmio de risco exigido continua aumentando, o que gera um custo de ajuste ainda maior. Esta perigosa dinâmica só termina com uma forte reação dos formuladores de política.

Desta forma, a manutenção das atuais políticas aumenta os riscos para as empresas brasileiras. Afinal, a combinação de inflação, juros reais e impostos maiores (dado a atual falta de disciplina no campo fiscal) podem ser prejudiciais ao retorno sobre o capital investido das firmas.

Com este pano de fundo, aumentamos o hedge sobre a carteira a fim de minimizar a exposição ao risco de mercado e ao final do mês de agosto passamos a ter posição direcional comprada de apenas 9%. Consequentemente, o resultado do fundo dependerá, quase em sua totalidade, do desempenho do nosso portfólio de ações em relação ao Ibovespa e apresentará baixa correlação com a direção da bolsa.

Nosso portfólio

Mesmo com suas adversidades, mercados turbulentos devem ser bem vistos por investidores de longo prazo. São nestes momentos que os preços de alguns ativos tendem a variar sem qualquer relação com os fundamentos, e assim surgem oportunidades. Nosso processo de tomada de decisão se resume a uma análise fundamentalista, com um profundo estudo das variáveis microeconômicas (*bottom up*) e um longo horizonte de investimento. Para esta estratégia ser bem sucedida, disciplina e paciência são essenciais.

Nestes últimos meses, aproveitamos para aumentar nossas principais posições que se enquadram no caso acima descrito. Por outro lado, a revisão de algumas premissas nos levou a zerar uma posição vendida em Usiminas, infelizmente perdedora.

A assimetria inicial do investimento em Usiminas nos parecia boa. O mercado atribuía uma alta probabilidade à recuperação de rentabilidade da empresa (que inclui aumento de preços e volumes), o que nos parecia difícil dado os cenários micro e macroeconômicos para o setor siderúrgico. A combinação do atual excesso de capacidade instalada de aço no mundo² com a fraca demanda da indústria nacional resultaria em preços depreciados e na continuidade de margens comprimidas. Além disso, enxergávamos um importante catalizador no curto prazo: a não renovação do aumento da alíquota de importação sobre alguns tipos de aços planos³, o que de fato aconteceu.

Porém, uma variável chave se alterou recentemente e de maneira significativa: o câmbio. Com o dólar a R\$2,39, o preço do aço vendido pela Usiminas no mercado doméstico ganha competitividade em relação ao importado (vide tabela abaixo). Esse cenário viabiliza um futuro aumento de preço e volume por substituição de importados (de maneira direta e principalmente indireta – produtos que contém aço).

	4Q12	1Q13	Atual
Aço HRC na China US\$/ton	555	570	532,5
Frete US\$/ton	53	53	53
Tarifa de Importação US\$/ton ¹	85	87	70
Outros Custos US\$/ton	85	85	85
Aço HRC Internado US\$/ton	778	795	740
Câmbio R\$/US\$	2,05	2,02	2,39
Aço HRC Internado R\$/ton	1.595	1.606	1.770
Aço HRC Usiminas R\$/ton	1.535	1.570	1.660
Prêmio	-3,7%	-2,2%	-6,2%

¹Tarifa de importação de 14% no 4Q12 e 1Q13 (referencia Usiminas) e 12% para tarifa atual.

¹ Perspectivas de uma redução no ritmo de compra de títulos por parte do Fed (Banco Central americano) contribuíram para a depreciação de uma grande parte das moedas de emergentes. Entretanto os ativos brasileiros se destacam na magnitude do movimento.

² Em torno de 23% em Junho de 2013, segundo a World Steel Association.

³ Os principais produtos de aços planos são chapas e bobinas. Geralmente são utilizados na produção de linha branca, automóveis, máquinas agrícolas, dentre outros. Já os chamados aços longos, como o vergalhão e as vigas, têm sua utilização direcionada principalmente para a construção civil e obras de infraestrutura.

Portanto, apesar de ainda céticos sobre a competitividade do parque siderúrgico nacional devemos reconhecer que as condições mudaram. Assim, a margem de segurança para o investimento se tornou limitada e resolvemos sair desta posição.

Atualmente, 74% do patrimônio do Equity Hedge está aplicado em 13 ações. Em posições vendidas, são 6 empresas representando 9% do fundo. A fim de ajudá-los a entender como estamos posicionados, separamos a carteira em setores conforme a tabela abaixo:

	Exposição (%PL)
Ações Compradas	73,67%
Setor Financeiro	32,41%
Serviços	15,56%
Logística e Infra-Estrutura	12,22%
Materiais Básicos	7,04%
Utilidades Públicas	3,11%
Imobiliário e Shoppings	2,59%
Consumo e Varejo	0,74%
Ações Vendidas	-9,07%
Consumo e Varejo	-5,40%
Serviços	-3,41%
Materiais Básicos	-0,26%
Hedge	-56,40%
Índice Futuro	-56,40%
Caixa	36,27%
Exposição Líquida	8,19%
Exposição Bruta	139,14%

**Carteira referente ao fechamento de 30/08/2013*

Entre os nossos principais cases estão ALL, Itaú, Estácio, BB Seguridade, BMF&Bovespa e Vale⁴. Entraremos em mais detalhes das três maiores posições.

ALL

Desde meados de abril, as ações da ALL vêm sendo um importante investimento. A empresa é responsável pelo escoamento de parte relevante da produção agrícola da Região Centro Oeste do Brasil. Nossa análise indica que dois vetores importantes, preço e volume, têm um enorme potencial de crescimento.

Por ser monopolista no frete ferroviário em sua região, a ALL precifica seus contratos com base no seu substituto imediato, ou seja, o transporte rodoviário. Diferenças na estrutura de custos⁵ fornecem uma grande alavancagem operacional à empresa, o que a deixa mais sensível a variações de preço. Atualmente consideramos que o frete cobrado pelo caminhoneiro deve continuar subindo, seja por reajustes dos combustíveis (ainda mais necessário neste nível de câmbio), por pressões na mão de obra, pela nova “Lei do Caminhoneiro” ou por uma demanda ainda mais forte.

As perspectivas para a produção agrícola são muito boas para as próximas safras, em especial a soja. Atualmente o Brasil é responsável pela oferta marginal do grão no mundo e a alta do dólar viabiliza ainda mais a produção local.

Por sua vez, a empresa tem feito esforços para aumentar sua capacidade. Recentemente inaugurou a extensão da linha férrea de Alto Araguaia a Rondonópolis–MT e está duplicando o trecho entre Campinas e Santos, um dos principais gargalos para o crescimento do volume transportado.

Esse cenário permitirá que ao longo dos próximos anos a geração de caixa e o lucro da empresa aumentem significativamente. Os principais riscos vêm do fato de ser um setor regulado⁶ e da construção da BR-163, que deve se tornar uma alternativa do escoamento de grãos pelo norte do país. Entretanto, acreditamos que muitos destes riscos já se encontram precificados no atual valor de mercado da ALL. Mesmo com premissas bastante conservadoras, esperamos obter uma remuneração média de 10% ao ano, em termos reais.

⁴ Os principais pontos dos cases de Vale e BMF&Bovespa estão descritos na Carta 02 e Carta 05, respectivamente.

⁵ O frete ferroviário tem uma estrutura de custo econômico em sua maior parte fixa, por isso se torna tão competitivo em distâncias mais longas. Estimamos, por exemplo, que o diesel representa menos de 20% da receita da ALL enquanto que para o caminhoneiro este valor está entre 30 e 40%.

⁶ Um novo marco regulatório está sendo discutido. Além disso, atualmente a ALL opera sob uma liminar que a permite cobrar uma tarifa acima do seu teto tarifário.

Itaú-Unibanco

Os efeitos de uma desaceleração mais forte da economia não são bons para o setor bancário. A demanda por crédito diminui e a inadimplência aumenta. Porém, no caso do Itaú, o *valuation* deprimido e fatores específicos positivos nos dão uma segurança maior mesmo neste cenário mais difícil. Em nossas contas para 2014, o banco negocia próximo a oito vezes o seu lucro .

Desde o início de 2012, o Itaú optou pelo conservadorismo na originação de crédito, buscando linhas e clientes de menor risco. Podemos ver isso através da queda nominal das carteiras de Pequenas e Médias Empresas (PME) e Veículos, e do forte crescimento das carteiras de Grandes Empresas, Consignado e Imobiliário. Este maior rigor e a nova composição da carteira do banco podem ajudar a mitigar as eventuais perdas com inadimplência.

Além disso, temos observado através dos dados do Banco Central que os bancos, inclusive os públicos, estão aumentando os *spreads* em diversas linhas. Este movimento contribui para uma visão mais positiva no ambiente competitivo do setor, e reforça a tese de uma estabilização do nível atual dos *spreads*. Caso se confirme, a combinação deste cenário com os atuais esforços de redução de custo seria bastante favorável para o resultado do Itaú, apesar do momento desafiador para o setor.

Estácio

O investimento em Estácio é significativo em nossa carteira. Apesar da forte valorização das suas ações nos últimos 18 meses, ainda há espaço para um bom retorno. O cenário para o desempenho operacional da empresa continua favorável considerando que os efeitos das mudanças recentes no setor e na gestão da Estácio ainda serão positivos para o seu resultado. Os principais pontos são:

- FIES – Uma maior adesão ao programa de financiamento estudantil do governo federal gera alguns benefícios às instituições de ensino superior. Entre eles: menor evasão e inadimplência, maior acesso ao ensino privado e menor sensibilidade a preços pelos alunos.
- Novo Modelo de Ensino – unificação de turmas de diferentes cursos porém com matérias em comum e maior utilização de EAD (Ensino a Distância) nos cursos presenciais. Ambos permitem uma maior diluição do custo fixo por sala.
- A fusão entre Kroton e Anhanguera melhora o ambiente competitivo, pois gera uma maior concentração e retira um *player* agressivo no mercado de fusões e aquisições no curto prazo (próximos dois anos).
- Em seu principal mercado, o Rio de Janeiro, a empresa se encontra muito bem posicionada para aumentar seu *market share*. Seus principais concorrentes enfrentam problemas financeiros complicados e carregam um passivo trabalhista custoso demais para serem alvo de uma aquisição.

Todos os pontos acima descritos permitem que a Estácio alcance uma expansão de margem (e do retorno sobre o seu capital investido) ao mesmo tempo em que cresce sua receita de maneira significativa para os próximos anos. Desta forma, o valor criado para o acionista será grande e esperamos alcançar uma taxa interna de retorno de pelo menos 10% real ao ano neste investimento.

Mensagem Final

É compreensível que em momentos mais delicados, em termos de performance, nossos investidores fiquem apreensivos. Afinal, existe uma assimetria de informação natural entre gestores e cotistas. Por isso, decidimos escrever esta carta com algumas das principais ideias de nossos investimentos e deixar para uma próxima ocasião algum tema mais específico.

Como sempre lembramos, apesar de uma análise incansável e diligente, eventualmente estaremos equivocados em algumas apostas. Em nosso negócio, o desempenho é consequência de uma combinação entre habilidade e acaso. Dois pontos são muito importantes para maximizar a influência do primeiro: o processo de tomada de decisão e a equipe que o está executando. Um grupo bem capacitado gera debates interessantes, cancela o viés pessoal de cada um e permite que identifiquemos novas e boas oportunidades de alocação de recursos para o Opportunity Equity Hedge.

Agradecemos a confiança.

Os setores em análise foram segregados, conforme legenda abaixo:

<i>Consumo e Varejo</i>	<i>Inclui Alimentos & Bebidas, Farmácias</i>
<i>Imobiliário e Shoppings</i>	<i>Inclui Construção Civil e Shoppings</i>
<i>Industrial</i>	<i>Inclui Bens de Capital</i>
<i>Logística e Infra-estrutura</i>	<i>Inclui Logística e Concessionárias</i>
<i>Materiais Básicos</i>	<i>Inclui Mineração, Siderurgia, Papel & Celulose</i>
<i>Petróleo</i>	<i>Inclui Petroquímica, Gás e Distribuição</i>
<i>Serviços</i>	<i>Inclui Companhias Aéreas, Educação, Saúde, Locação de Veículos, Programas de Fidelidade e Entretenimento</i>
<i>Setor Financeiro</i>	<i>Inclui Bancos, Seguros, Cartões e Bolsas</i>
<i>Utilidades Públicas</i>	<i>Inclui Energia Elétrica e Saneamento</i>

Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas do Opportunity Equity Hedge FIC FIM. - Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito/FGC. - Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. - O fundo aqui mencionado tem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. - O objetivo do Opportunity Equity Hedge FIC FIM consiste apenas em um referencial, não havendo garantia que o mesmo será atingido. 08/2013