

Janeiro de 2014

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% | -0,45% | 0,11% | 1,52% | -1,03% | 6,51% | 80,85% | -15,50% |

Dados atualizados até 31/12/2013.

| | PL | PL médio / 12 Meses |
|--------|----------------|---------------------|
| Master | 280.098.642,00 | 270.178.445,89 |
| FIC | 94.185.086,46 | 87.962.786,60 |

Dados atualizados até 31/12/2013.

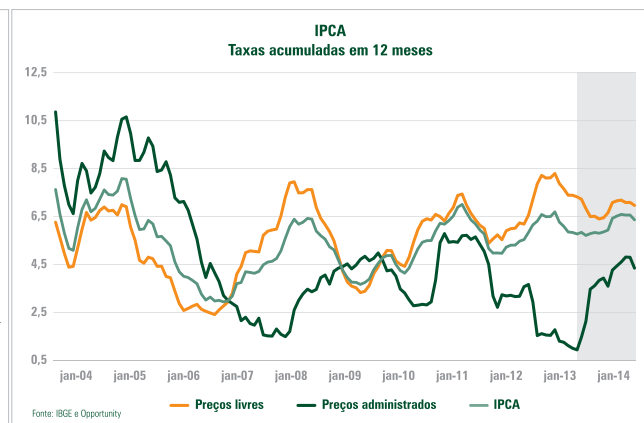
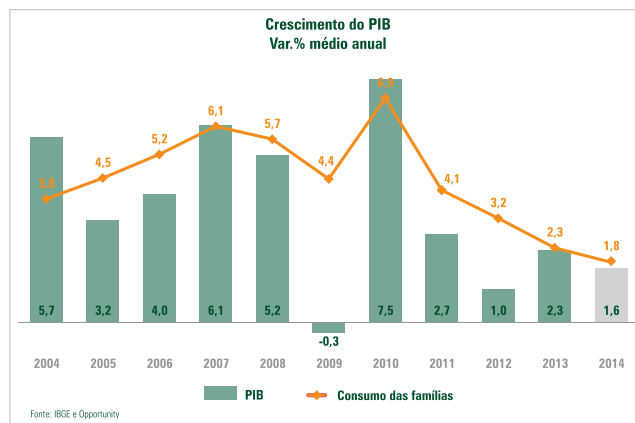
| | Fundo | % CDI | Ibovespa |
|-----------------------------------|--------|---------|----------|
| Retorno acumulado desde o início* | 26,11% | 118,25% | -5,75% |
| Retorno 12M | 6,51% | 80,85% | -15,50% |

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 31/12/2013.

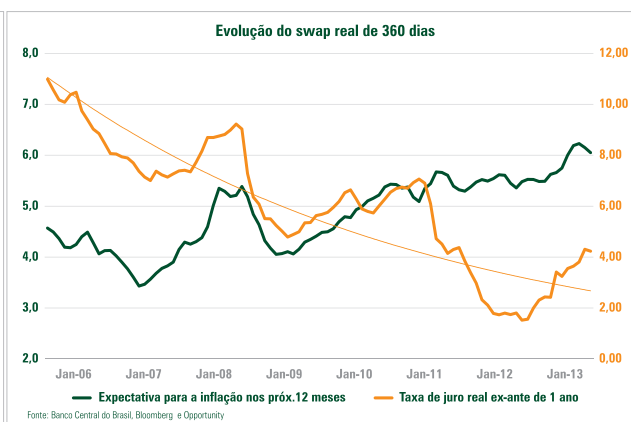
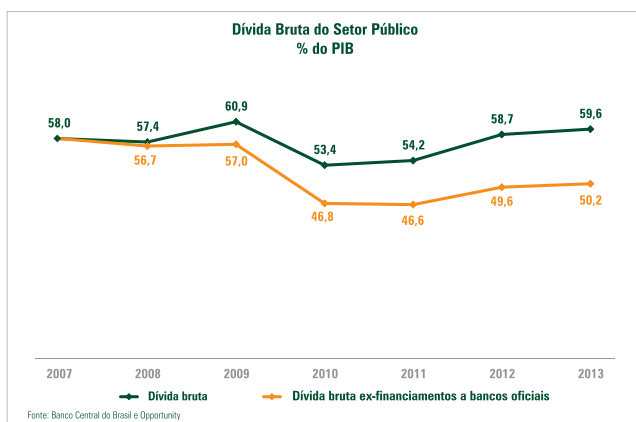
O Efeito da Inflação para a Rentabilidade das Empresas

O ano de 2013 confirmou o que tínhamos no final do ano anterior. Na última carta daquele ano, contestamos o modelo de indução estatal ao desenvolvimento, adotado pelo governo, e questionamos se seria possível o retorno à ortodoxia com um ambiente macroeconômico estável e crença nos mercados abertos e eficientes¹. O que vimos, na verdade, foi mais do mesmo com a contínua deterioração dos fundamentos de nossa economia.

Os gráficos abaixo resumem muito bem a conjuntura atual. Vivemos um momento de baixo crescimento econômico, que se alastra desde 2011, e elevada inflação (especialmente a de preços livres). Ao mesmo tempo, as políticas fiscal e monetária permanecem expansionistas (mesmo após as recentes altas da Selic, a taxa de juro real permanece em níveis baixos).



¹ https://www.opportunitydtvm.com.br/documentos/carta_gestor/CTEquity_201212.pdf.



Difícilmente este cenário é novidade para nossos cotistas. O assunto já foi amplamente abordado pela mídia, por relatórios de concorrentes e nossos também. Porém, nesta carta, vamos nos aprofundar sobre o seu efeito para a rentabilidade das empresas e para a gestão do fundo. Assim, deixaremos para uma próxima oportunidade o estudo de novas teses de investimentos em empresas.

O retorno que uma firma alcança sobre o seu patrimônio líquido (ou ROE – *Return on Equity*) pode ser explicado pela seguinte fórmula:

$$ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$$

Após algumas transformações² chegamos a:

$$ROE = (1 - \text{Carga Fiscal}) * (1 - \text{Custo de Dívida}) * \text{Margem Operacional} * \text{Giro do Ativo} * \text{Alavancagem}$$

Portanto, o exercício se resume em observarmos os efeitos para cada uma dessas variáveis. Para aumentar o seu retorno, as empresas precisariam de uma menor carga fiscal, dívidas mais baratas, margens mais altas, maior giro do ativo ou elevação no nível de dívida em relação a seu patrimônio (alavancagem).

Vamos começar pela análise da parcela dos lucros da empresa que fica com o governo brasileiro. Nos gráficos anteriores nota-se que a situação fiscal segue numa tendência de piora. Frente ao calendário eleitoral de 2014, parece razoável assumir que dificilmente ocorra um grande ajuste fiscal do lado dos gastos, o que aumenta as chances da única alternativa viável para fechar as contas públicas ser o aumento de arrecadação, ou a **carga fiscal** da economia.

Certamente, é menos custoso do ponto de vista eleitoral o governo aumentar sua fatia nos resultados das empresas do que taxar diretamente o cidadão, seja na esfera federal, estadual ou municipal. No Brasil, esse efeito é potencializado pela capacidade do governo de tirar não somente uma maior parcela dos lucros futuros, mas também cobrar retroativamente. Exemplos recentes são as inúmeras cobranças da Receita Federal contra grandes empresas.

A análise para a estrutura de capital da empresa também chega a uma conclusão negativa. Uma inflação mais alta e desancorada tende a levar os credores a encurtarem seus horizontes e exigir um maior prêmio de risco para financiar empresas expostas a nossa economia. Outro ponto agravante é a elevada participação dos bancos públicos no mercado de crédito brasileiro, em especial o BNDES. A dinâmica da dívida bruta mostra que esta política não é sustentável e a oferta de crédito a taxas subsidiadas deve diminuir ao longo do tempo. Além disso, ela tem um efeito secundário de maiores taxas de juros na economia por uma piora do risco soberano (aumento da chance de calote do governo brasileiro). De uma maneira geral, o **custo de dívida** das empresas deveria aumentar pelo simples fato da necessidade de rolar as dívidas atuais em seu vencimento.

A alternativa de **contrair mais dívida** não necessariamente tem efeito positivo. Analisado em separado, um maior nível de dívida pode parecer capaz de alavancar o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa, porém esta atitude pode levar a uma piora da sua qualidade de pagador, aumentando assim o seu **custo de dívida**. É provável que dívidas mais caras acabem compensando o efeito de uma maior alavancagem.

E qual seria o efeito de uma inflação mais alta para a receita gerada pelos ativos³ de uma empresa, ou o **giro do ativo**? No primeiro momento, a percepção poderia até ser positiva, principalmente para as empresas que possuem uma parcela significativa de ativos fixos (como máquinas, prédios, terrenos). Isso porque os preços dos seus produtos vendidos subiriam com a inflação, o que significa maior receita para um mesmo valor contábil dos seus ativos. Porém, ao longo do tempo este efeito de maior rentabilidade desaparece à medida que seus ativos vão sendo substituídos.

² $ROE = \text{Lucro/LAIR} * \text{LAIR/LAJIR} * \text{LAJIR/Receita} * \text{Receita/Ativos} * \text{Ativos/Patrimônio Líquido} = (1-T) * (1-I/LAJIR) * \text{LAJIR/Receita} * \text{Receita/Ativos} * \text{Ativos/Patrimônio Líquido}$
Onde, LAIR: Lucro Antes de Impostos; LAJIR: Lucro Antes de Juros e Impostos; T: Impostos; I: Juros.

³ Podemos dividir os principais ativos capazes de gerar receita para a empresa em três partes: recebíveis, estoque e ativos fixos. A análise para recebíveis e estoque é mais direta, uma vez que ambas as linhas do balanço sobem praticamente junto com a receita e, portanto teriam efeito neutro para o ROE.

A última etapa deste triste exercício é observar a dinâmica da **margem operacional**. Este é o ponto que pode ser mais heterogêneo quando comparamos diferentes empresas. Vai depender muito mais de fatores idiossincráticos, do poder de mercado da firma, se há a capacidade de repassar a inflação dos seus custos (ou até mais), como ela está posicionada em relação aos seus concorrentes e etc. Mas do ponto de vista consolidado fica difícil enxergar uma forte razão para uma expansão de margem.

Esta análise nos leva a concluir que um cenário de maior inflação e prêmio de risco reduz o potencial de retorno que as empresas geram sobre o seu patrimônio líquido. Este é um processo que ainda está no seu início, mas a persistência na adoção das atuais políticas econômicas terá as consequências, descritas acima, para o ROE estrutural das empresas brasileiras. O mercado ao perceber esta tendência declinante acabará por exigir um múltiplo em relação ao patrimônio líquido mais baixo (P/B) a fim de alcançar o mesmo retorno como acionistas.

O atual risco à rentabilidade das empresas no longo prazo somado ao aumento do custo de oportunidade e a manutenção de múltiplos elevados⁴ nos torna mais cautelosos em relação ao prêmio de *equity* disponível. Desta forma, aumentamos ainda mais a proteção do nosso portfólio de ações a fim de manter uma exposição direcional próxima de zero⁵.

Para o próximo ano, fica a difícil tarefa de identificar sinais de mudanças no rumo da política brasileira. Entendemos que o consenso do mercado é negativo em relação à nossa economia, porém não julgamos suficiente ser contra o consenso apenas por ser, sem nenhuma percepção diferente dos fundamentos. Como descrevemos anteriormente, ainda há espaço para uma piora operacional das empresas caso a inflação continue alta e as expectativas permaneçam desancoradas. Como sempre, a paciência será importante até que a nossa confiança em relação à economia melhore ou os preços justifiquem uma tomada de risco maior.

Agradecemos a confiança em nossa gestão e sempre que necessário estamos à disposição para maiores esclarecimentos.

Abaixo, encontra-se a composição da nossa carteira por setores.

Composição da Carteira

| | Exposição (%PL) |
|-----------------------------|-----------------|
| Ações Compradas | 72,94% |
| Setor Financeiro | 31,75% |
| Serviços | 18,04% |
| Materiais Básicos | 9,25% |
| Logística e Infra-Estrutura | 7,75% |
| Imobiliário e Shoppings | 4,13% |
| Consumo e Varejo | 1,45% |
| Petróleo | 0,57% |
| Ações Vendidas | -7,39% |
| Consumo e Varejo | -5,63% |
| Petróleo | -1,71% |
| Utilidades Públicas | -0,05% |
| Hedge | -61,39% |
| Índice Futuro | -49,89% |
| Carteira Hedge (68 ações) | -11,51% |
| Caixa | 45,95% |
| Exposição Líquida | 4,16% |
| Exposição Bruta | 141,72% |

Carteira referente ao fechamento de 31/12/2013

⁴ O IBX (índice que melhor representa a bolsa brasileira e para qual o Ibovespa irá convergir) encontra-se no múltiplo - Preço/Lucro dos Últimos 12 meses - mais alto desde o final de 2010 (P/L 2010: 12.3; P/L 2011: 9; P/L 2012: 14.5; P/L 2013: 16.7 – Fonte: Bloomberg).

⁵ Desde o início do fundo até meados do ano de 2013, a exposição líquida média foi de 22% comprada. Desde então a exposição líquida variou entre +12.5% e -3%.

Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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. 01/2014