

Carta nº 11 | Julho de 2015

Um balanço de 2015 até julho

A fim de tornar a leitura menos extensa e cansativa, optamos por lançar duas cartas após o fechamento de julho. Utilizaremos esta carta, a de nº11, para explicar de maneira sucinta os principais impactos para o fundo no ano. Na carta nº12, descrevemos de forma mais elaborada a tese do nosso investimento em Vivo.

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%	4,22%	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%	8,41%	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%	8,05%	-15,50%
2014	0,32%	3,47%	1,50%	2,27%	1,27%	1,66%	-0,09%	4,33%	-3,49%	-0,28%	3,41%	1,58%	16,87%	10,81%	-2,91%
2015	-2,46%	-0,72%	0,48%	-1,00%	-0,79%	1,97%	2,65%						0,04%	7,16%	1,71%

Dados atualizados até 31/07/2015.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	307.093.102,63	307.109.288,85
FIC	105.784.637,18	118.696.218,83

Dados atualizados até 31/07/2015.

	Fundo	CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	47,45%	44,96%	-6,93%
Retorno 12M	5,51%	12,07%	-8,89%

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 31/07/2015.

O Opportunity Equity Hedge obteve uma rentabilidade de 1,62% desde o último dia de novembro de 2014, data da nossa última carta, até o fechamento de julho.

No ano de 2015, o fundo está praticamente estável, acumulando uma leve alta de 0,04%, contra um ganho de 1,71% do Ibovespa e de 7,16% do CDI. O portfólio comprado (*long*) gerou impacto negativo de 3,63%, enquanto o portfólio vendido (*short*) contribuiu positivamente em 1,03%. O resultado parcial deste ano, abaixo do esperado, pode ser explicado em grande parte através da seguinte tabela:

5 Maiores Impactos Positivos

Empresa	Posição	% Impacto
EQUATORIAL	Long	1,9%
BMF&BOVESPA	Long	1,0%
CIELO	Long	0,6%
CSN	Short	0,5%
VALE	Short	0,4%

5 Maiores Impactos Negativos

Empresa	Posição	% Impacto
QUALICORP	Long	-2,6%
KROTON	Long	-1,6%
ANIMA	Long	-1,3%
GUARARAPES	Long	-0,6%
ALL	Long	-0,6%

Do lado negativo, três posições foram responsáveis por parte relevante do impacto: Qualicorp, Kroton e Anima. Vale notar que em todos os casos havia a presença de um risco de cauda relevante, mas que atribuíamos baixa probabilidade de acontecer. São empresas cujo o modelo de negócio, da forma como era conhecido e projetado, dependia substancialmente da manutenção de políticas de governo.

Importante ressaltar que, apesar do movimento de preço, o que nos fez rever as posições foram as mudanças de fundamento. No caso das instituições de ensino, sempre debatemos a sustentabilidade do programa de financiamento estudantil do governo, o FIES, mas considerávamos que ele se tornaria pauta no médio/longo prazo, quando a inadimplência começasse a aparecer, e assim sofreria mudanças graduais. Neste interim, tanto a Kroton quanto a Anima tinham histórias muito atraentes de geração de valor para os seus

acionistas, conforme abordaremos em seguida. No caso de Qualicorp, a revisão de posição pode até ser considerada um legado e consequência do aprendizado gerado pelo setor de educação. Apesar do preço da ação descontar grande parte do risco e considerarmos que a assimetria ainda seja bastante favorável para o investimento, resolvemos reduzir o tamanho da posição por entender que seremos pouco precisos em atribuir probabilidades a eventos de cauda.

Julgamos interessante comentar de maneira sucinta os acontecimentos deste ano para essas empresas:

- A Qualicorp era uma das principais posições do fundo no início do ano. Acreditávamos que a ação se encontrava em níveis atrativos, uma vez que a combinação de fatores estruturais, como a inflação médica, e idiossincráticos, como melhores processos internos, corte de custos, maior foco na geração de caixa e novas oportunidades de crescimento, levariam a empresa a entregar bons resultados a despeito da piora do cenário econômico doméstico. Ao mesmo tempo, considerávamos que o complicado momento político do governo e a necessidade da adoção de medidas impopulares no campo fiscal, diminuiriam o risco de qualquer mudança regulatória significativa no setor. Contrário as nossas expectativas, esse assunto voltou a mídia e o mercado passou a questionar a sustentabilidade do modelo de negócio da empresa. A ação caiu 25% até o fechamento de julho, fruto de um menor múltiplo P/L exigido pelos investidores. Continuamos confiantes em nosso cenário base para os resultados operacionais da companhia, porém, resolvemos reduzir de maneira relevante nossa exposição por concluir que o tamanho da posição estava acima do adequado dado os riscos regulatórios e outras variáveis de pouco previsibilidade.
- A exposição do fundo ao setor de educação estava dividida em duas posições: Kroton e Anima. Apesar das teses de investimento serem distintas, as mudanças no programa de financiamento estudantil do governo, o FIES, resultaram numa revisão de valor justo para todas as ações do setor. A dinâmica foi bastante confusa: inesperadas e mal explicadas portarias que mudavam consideravelmente o dia a dia do setor, um ministro polêmico que rapidamente perdeu seu cargo e muito ruído e informações desencontradas sobre a oferta e o critério de seleção de vagas para o FIES. No final, as instituições se viram obrigadas a dar desconto na mensalidade do aluno que aderiu ao programa e ainda não temos clareza se haverá limites de reajuste de preço para os cursos oferecidos no FIES. Demoramos, e portanto erramos, para perceber que as mudanças poderiam ser significativas. Atualmente, ainda existem algumas incertezas relacionadas ao novo equilíbrio econômico do setor: (i) como ficará a sensibilidade do aluno ao preço da mensalidade?; (ii) com a oferta mais restrita de FIES, qual impacto para o nível de captação?; (iii) a evasão de alunos aumentará consideravelmente?; (iv) com menos alunos utilizando o FIES, qual será novo nível de inadimplência total para as empresas?; (v) o equilíbrio financeiro de uma turma mudará significativamente? Com essas questões ainda sem resposta, preferimos ficar praticamente de fora do setor por enquanto. De qualquer forma, continuamos acompanhando de perto, principalmente a Kroton, que possui uma idiossincrasia interessante com gestão diferenciada, escala e balanço para se ajustar ao novo cenário.

Do lado positivo, o grande destaque foi a posição em Equatorial.

- Apesar da forte performance no ano das ações da empresa, ainda acreditamos que a Equatorial apresenta uma oportunidade de investimento interessante. Uma vez compreendido o complexo algoritmo regulatório do setor, a tese de investimento se torna mais simples. A companhia é uma *holding* de empresas de distribuição de energia elétrica que, através da execução operacional do seu time de gestão, é capaz de gerar bastante valor para o acionista ao adquirir empresas mal administradas e transformá-las de maneira significativa. Em nossas contas, os atuais ativos sobre gestão da *holding*, a CEMAR (Companhia de Distribuição do Maranhão) e a CELPA (Companhia de Distribuição do Pará), já nos remuneram a uma taxa de aproximadamente 9,5% ao ano além da inflação. Além disso, temos a perspectiva de que a Equatorial aproveitará a complicada situação da Eletrobras para realizar novas aquisições no setor. A companhia parece muito bem posicionada para tal, principalmente quando observamos seu conselho de administração formado por renomados profissionais do mercado financeiro.

Atual Conjuntura e Portfólio

O momento atual da economia brasileira não nos surpreende. Ele é consequência do que já alertávamos no meio de 2013, em nossa carta de nº7: "...a manutenção das atuais políticas [fiscal e monetária] 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."

Caminhamos para um ano com desempenho medíocre, onde o PIB deve se contrair em algo próximo de 2% e a inflação romperá em muito o teto da meta, ao superar os 9%. Ao mesmo tempo, o necessário ajuste fiscal contrai ainda mais a confiança do empresário, uma vez que, o único caminho viável de curto prazo é através do aumento de impostos. Por sua vez, o desemprego vem crescendo consideravelmente através da geração negativa de empregos (ou seja, mais demissões do que admissões) em todos os setores da economia. O ambiente de negócios para as empresas brasileiras continua desafiador.

Apesar disso, a bolsa chegou a subir quase 20% até o início de maio. A credibilidade de nosso ministro da Fazenda ajudou o valor de mercado das empresas estatais, e a desvalorização cambial contribuiu para que os investidores se animassem com as principais empresas exportadoras. Porém, o ajuste de expectativas para um cenário mais real provocou uma rápida correção da bolsa nos últimos dois meses.

Algumas de nossas posições, principalmente as vendas (*short*) em Petrobras, Vale e CSN (Companhia Siderúrgica Nacional), apresentaram variações consideráveis em seus preços e contribuíram para uma maior volatilidade da cota do fundo. As ações da CSN, por exemplo, que chegaram a acumular uma alta superior a 85% no ano ao negociarem a R\$9,00, fecharam o mês de julho a R\$4,33.

Apesar da recente correção, ainda nos encontramos em um cenário complicado para o investidor que busca ativos subvalorizados na bolsa brasileira. As poucas empresas que possuem um modelo de negócio mais resiliente, com maior chance de passarem ilesas pelo processo de ajuste da economia doméstica, negociam, em sua grande maioria, a *valuations* proibitivos se comparados ao custo de oportunidade de se deixar o dinheiro em caixa. Dessa forma, a dificuldade de encontrar ações que nos remunerem a um prêmio razoável em relação aos juros reais nos levam a uma exposição líquida ao mercado brasileiro bem abaixo da média histórica de 20% do fundo.

A gestão do Opportunity Equity Hedge tem o objetivo de entregar um retorno absoluto aos nossos cotistas, independente das condições macroeconômicas. Para tal, procuramos oportunidades de investimento que compensem o risco incorrido em transferir o capital do caixa à um ativo de renda variável. Fazemos isso através de uma filosofia de valor *bottom-up*, que busca distorções entre o valor justo e o valor de mercado de uma empresa através de muito estudo e análise de seus fundamentos. Estamos confiantes que momentos de incerteza, como o que vivemos hoje, resultarão em distorções tanto para posições compradas quanto vendidas.

Ao final de julho nosso portfólio, no conceito consolidado¹, se encontra da seguinte maneira:

Empresas Brasileiras		Top 5 Long	
<i>Longs</i>	43,5%	EQUATORIAL	9,5%
<i>Shorts</i>	-30,1%	VIVO	8,3%
<i>Hedge</i> (Opções)	-3,6%	ITAU (ITUB + ITSA)	6,5%
Expo Líquida	9,7%	QUALICORP	4,7%
Expo Bruta (Risco Econômico)	77,2%	DUFREY	3,1%
Expo Bruta (Contábil)	121,1%		
		Top 3 Short	
Empresas Globais*		NATURA	-2,5%
<i>Longs</i>	6,0%	PETROBRAS	-1,8%
<i>Shorts</i>	0,0%	VALE	-1,8%
<i>Hedge</i>	0,0%		
Expo Líquida	6,0%		
Expo Bruta (Risco Econômico)	6,0%		
Expo Bruta (Contábil)	6,0%		
		Fundo	
Exposição Líquida	15,7%		
Expo Bruta (Risco Econômico)	83,2%		
Expo Bruta (Contábil)	127,1%		

* todas as posições globais têm sua exposição à moeda hedgeada de acordo com o Lucro Operacional.

Agradecemos a confiança em nossa gestão. Estamos confiantes que a disciplina a nosso processo de investimento garantirá um retorno satisfatório ao longo do tempo.

Qualquer dúvida, estamos à disposição.

¹ Na Carta nº 10, de novembro de 2014, introduzimos o conceito consolidado (ou "explodido"). Este sempre foi um conceito importante na construção de portfólio do fundo, uma vez que fornece a real exposição idiossincrática da carteira. A fim de melhorar a comunicação com nossos cotistas, a partir desse mês todas as informações do fundo estarão nesse formato, incluindo lâminas e apresentações.

Abaixo, encontra-se a composição da carteira por setores no final do mês de julho.

Composição da Carteira

Exposição por Empresa	Long (%PL)	Short (%PL)	Gross (%PL)	Net (%PL)
Brasil	43,46%	-30,14%	73,60%	13,32%
Agribusiness	0,00%	-1,08%	1,08%	-1,08%
Consumo e Varejo	2,56%	-9,61%	12,17%	-7,04%
Financeiro	13,59%	-5,49%	19,08%	8,11%
Imobiliário e Shoppings	0,31%	-1,18%	1,49%	-0,86%
Industrial	0,00%	-1,16%	1,16%	-1,16%
Logística e Infra-Estrutura	1,44%	-0,81%	2,25%	0,62%
Materiais Básicos	2,39%	-4,06%	6,44%	-1,67%
Petróleo	0,00%	-3,37%	3,37%	-3,37%
Serviços	5,38%	-0,66%	6,04%	4,72%
Telecomunicações e Tecnologia	8,33%	-0,51%	8,84%	7,82%
Utilidades Públicas	9,46%	-2,22%	11,68%	7,24%
Hedge	4,82%	-8,43%	13,25%	-3,61%
Opções Ibovespa	4,82%	-8,43%	13,25%	-3,61%
Internacional	6,01%	0,00%	6,01%	6,01%
Consumo e Varejo	6,01%	0,00%	6,01%	6,01%
Caixa				33,76%
Exposição Líquida				15,72%
Exposição Bruta				83,22%

Carteira referente ao fechamento de 31/7/2015

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. - 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. 08/2015