

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%	0,03%	-1,06%	1,93%	-0,15%		0,77%	11,93%	-9,77%

Dados atualizados até 30/11/2015.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	262.170.518,62	306.271.973,25
FIC	89.680.654,60	113.596.690,64

Dados atualizados até 30/11/2015.

	Fundo	CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	48,52%	51,41%	-17,44%
Retorno 12M	2,36%	13,00%	-17,55%

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 30/11/2015.

Em 2015, até o fechamento de novembro, o Opportunity Equity Hedge acumula alta de 0,77% após taxas enquanto uma aplicação no CDI acumula 11,93% e o Ibovespa cai 9,77%.

No início do mês de dezembro, a exposição líquida do fundo ao mercado de ações brasileiras permanece baixa, ao redor de 10%. Estamos comprados em sete empresas brasileiras que representam 38,7% do patrimônio. Já a parte vendida do portfólio soma 29,2% do fundo e está bem mais diversificada, uma vez que a maior posição equivale a 2,2% do patrimônio.

O cenário macro brasileiro ainda nos preocupa. Estamos vivendo o legado das políticas econômicas que criticamos em nossas cartas desde o início do fundo. Apesar de procurarmos sempre entender a conjuntura econômica, ela não é o principal *input* para nossa tomada de decisão. Passamos grande parte do tempo buscando melhor compreender os negócios em que as empresas atuam, além de questões específicas como a qualidade dos executivos e os processos internos das companhias. Uma vez que julgamos os preços atraentes, realizamos o investimento. Isso significa que nossa exposição líquida ao Brasil pode voltar a subir antes das condições macroeconômicas melhorarem.

Já o nosso portfólio de investimentos globais equivale a 9,5% do fundo. As empresas que compõem a carteira *long* (comprada) são: Allergan, Dufry, Kraft Heinz e Signet (em ordem alfabética). Não possuímos nenhuma posição *short* (vendida).

Interessante notar que nosso esforço de buscar investimentos globais foi motivado pela falta de opção no mercado brasileiro. Iniciamos o projeto no **Opportunity** há dois anos e ainda não tivemos a oportunidade de descrever a sua linha de raciocínio. Assim sendo, decidimos dedicar esta carta a este propósito.

Investimentos Globais

Investir fora do país em que se vive é um desafio e sempre inspira calorosos debates. Normalmente os argumentos contrários são variações do "nunca teremos um diferencial (*edge*) fora do Brasil". Acreditamos que isso não se aplica a investidores de longo prazo que seguem uma filosofia de valor com base na análise fundamentalista.

Nossa vantagem competitiva está na capacidade de analisar informações disponíveis a todos. Através de muito estudo é possível construir uma bagagem de conhecimento suficiente para se diferenciar dos demais sobre a percepção dos fundamentos de uma determinada empresa. Tanto no mercado americano quanto europeu a quantidade de informação é vasta e horizontal a todos participantes do mercado, independentemente do tamanho ou localização. As fontes são diversas e estão entre elas: relatórios anuais, *calls* trimestrais, conferências, consultorias externas e reuniões com os executivos das companhias.

Ampliar o universo de investimento nos permite colocar todo o portfólio em perspectiva, inclusive as ações de empresas brasileiras. Será que elas atendem os pontos mais importantes para um investimento? Sua vantagem competitiva é realmente boa e duradoura? Ela consegue reinvestir a um bom retorno marginal? Seus gestores são destaque na indústria? Os alinhamentos são corretos? E assim por diante. Uma coisa é certa: quanto maior o número de empresas com possibilidade de investimento, maior a chance de encontrarmos empresas que atendam todos os pré-requisitos. Ao invés de nos mantermos limitados às 70 empresas brasileiras listadas que ultrapassam U\$1 bi de valor mercado, alavancamos o processo de investimento a um universo bem maior. Somente nos setores que começamos a analisar, Consumo, Varejo e Saúde, são 755 empresas americanas e europeias acima deste mesmo nível (com valor de mercado somado de U\$12 tri).

Por outro lado, baseados no Brasil o acesso a outros investidores fica mais limitado. Esses encontros servem muitas vezes como fonte de novas ideias ou ponto de confronto para as próprias teses de investimento. Felizmente, a escala **Opportunity** nos permite minimizar essa assimetria. Ao longo desses últimos anos, nossa empresa realizou investimentos significativos em fundos americanos e europeus que admiramos e compartilham da mesma filosofia. O modelo de parceria funciona, uma vez que os mesmos não nos veem como competidores e também estão interessados em ouvir nossa opinião sobre ativos brasileiros. Dessa forma, conseguimos desenvolver uma vasta rede de contatos com excelentes investidores globais.

Ainda assim, temos a total consciência de que existe um processo de aprendizado contínuo sobre as empresas e os mercados. Nos preocupamos em evitar dar um passo maior que a perna e seguimos cautelosos na realização dos investimentos. Mesmo após esses dois anos, o portfólio ainda é pequeno e representa menos de 10% do patrimônio do fundo.

Decidimos focar no que já fazemos: analisar negócios e empresas e investir onde discordamos dos valores de mercado. Assim, optamos por não manter qualquer exposição cambial. Em nossas posições, montamos o hedge de acordo com a participação da moeda no lucro operacional de cada empresa. Não que esta seja a única maneira “correta” de se investir fora do país, mas foi a que optamos.

A alocação de capital é oportunista. Não existe uma exposição pré-definida. Os investimentos acontecem conforme encontramos oportunidades com boa esperança de superar o CDI ao longo tempo. Dado o *hedge* cambial, o que buscamos são retornos absolutos em sua moeda operacional.

Outro benefício que a escala nos dá é a possibilidade de mantermos uma equipe focada em investimentos globais apesar da ainda tímida alocação de capital. Além disso, existe um certo envolvimento de toda a equipe de análise de ações do Opportunity, o que torna os debates ainda mais interessantes e profundos. Para o resto da casa, há uma externalidade positiva em entender a dinâmica de negócio nos mercados desenvolvidos, que muitas vezes serve de indicador antecedente ao futuro de empresas brasileiras. Esse benefício também se aplica ao gestor do fundo (que não deixa de ser mais um analista).

“Investors who find an overly narrow niche to inhabit prosper for a time but then usually stagnate. Those who move on when the world changes at least have the chance to adapt successfully.”

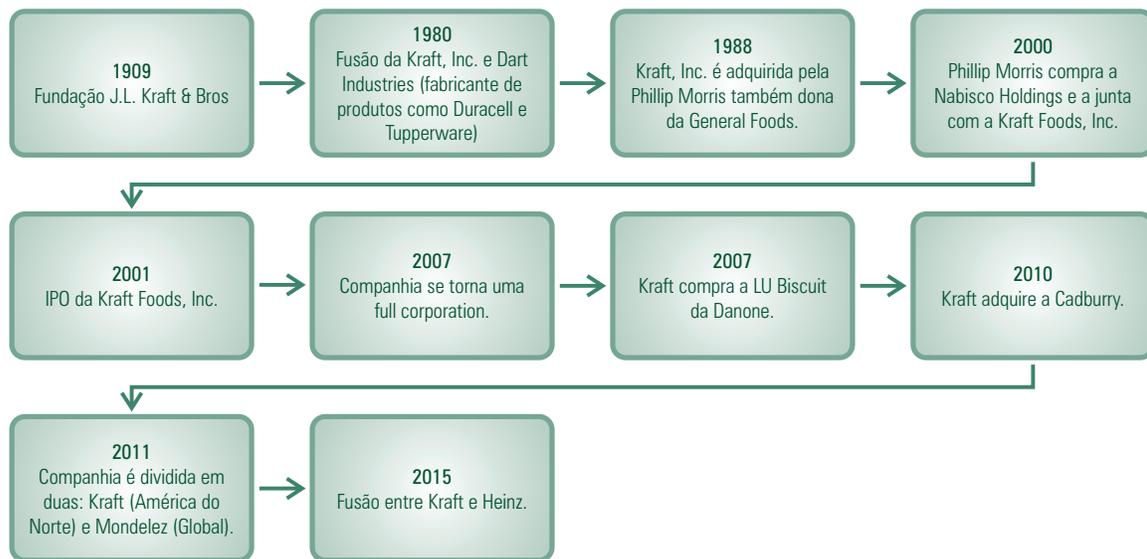
Seth Klarman

Aproveitamos o assunto para descrever de forma sucinta dois investimentos relevantes do nosso portfólio de empresas globais.

Kraft Heinz Co.

Atualmente nossa maior posição global está em ações da companhia Kraft Heinz, que equivale a 5,3% do fundo. Acompanhamos o setor de Food & Beverage global de maneira mais dedicada desde o início de 2014, porém só realizamos o investimento em meados deste ano. A fusão entre a Kraft Foods e a Heinz atraiu nossa atenção. A composição societária final, onde o grupo controlador (3G + Warren Buffett) possui 51% da companhia, permite endereçar o principal problema que identificamos nas grandes corporações do setor: a falta de alinhamento entre executivos e seus acionistas.

A Kraft, em especial, tem uma história societária bem longa e agitada. Desde a sua fundação em 1909, a companhia se envolveu em inúmeras transações como pode ser visto no esquema abaixo.



Ao longo dos seus 100 anos de vida, a companhia já foi dona de produtos não relacionados à alimentos, como as pilhas Duracell, passou a década de 90 como uma subsidiária integral de uma empresa de cigarros, e os últimos dez anos como uma corporação envolvida em grandes reorganizações societárias. Finalmente em 2015, a empresa passou a ter um dono conhecido pelo foco em gestão de pessoas e alinhamentos corretos. Logo em sua chegada, a nova equipe já identificou inúmeras oportunidades de melhoria na companhia.

A Kraft possui um portfólio de marcas fortes na América do Norte presente em 98% dos lares da região. O seu modelo de negócio é simples, com pouca necessidade de capital e elevada geração de caixa. Entretanto, o crescimento de receita nos últimos anos foi anêmico devido principalmente à fraca economia americana e à maior demanda da nova geração (*os Millennials*) por produtos saudáveis. A busca por crescimento exigia uma atitude empreendedora dentro da companhia e pouco foco na otimização dos recursos já existentes. Essa mentalidade levou a uma série de distorções a serem endereçadas.

A começar pela racionalização de SKUs (ou o número de itens vendidos). A antiga gestão acreditava que a inovação era importante para o crescimento da receita. Porém, grande parte vinha, por exemplo, de novas embalagens para os produtos já existentes. Esse processo torna a cadeia de valor da companhia mais complexa, com perda em *sourcing*, logística e canibalização de produtos existentes. A mudança de postura, além de mitigar esses problemas, também tornará o investimento em P&D mais eficiente e focado em poucas e grandes inovações (*bolder, bigger bets*). A ideia é replicar o que foi feito na Heinz com o lançamento da Heinz Yellow Mustard que atingiu quase 10% de participação de mercado em apenas quatro meses.

Uma empresa mais enxuta em número de produtos também permitirá a otimização do parque fabril. O crescimento através de inúmeras aquisições contribuiu para que a distribuição de plantas atual não seja a ótima. Além de fechar fábricas, acreditamos que exista espaço para torna-las mais eficientes através da adoção de um rigoroso *ZBB* (ou orçamento base zero), processo muito bem dominado pela gestão 3G.

Outra fonte de melhorias está no *approach* adotado com seus clientes. Esperamos que a nova gestão adote uma postura bem mais agressiva em termos de *trade spending*¹ podendo levar a uma redução de *market share* em termos de vendas, mas, por outro lado, a um aumento do *profit share* da indústria. Apenas empresas com marcas fortes como a Kraft podem utilizar esse poder de barganha com o varejo.

Esses são alguns exemplos de como acreditamos que a companhia será capaz de atingir maiores margens no futuro. Além disso, não podemos esquecer das sinergias geradas diretamente da fusão com a Heinz, principalmente em despesas administrativas e distribuição de produtos não congelados.

A Heinz foi adquirida pelo grupo 3G e Warren Buffett no início de 2013. Acreditamos que ainda há ganhos a coletar como consequência das mudanças adotadas na gestão da empresa. A experiência de Vicente Falconi confirma essa ideia:

¹ *Trade spending*: bônus e verba comercial repassados aos varejistas.

“Ao longo da minha experiência vi exatamente isso: o processo de aprendizagem é lento, existem ilhas de excelência e ilhas de resistência dentro das empresas, e pessoas que jamais a aceitarão. No entanto, a maioria adere e torna-se mais feliz no trabalho. A liderança do topo da organização, do CEO, é fundamental no processo. Passados 5 anos, o que era tão difícil se tornou um padrão de comportamento nas Lojas Americanas. Em outras empresas ocorreu o mesmo. Não interessa o ramo, a indústria ou setor: a aplicação é sempre possível. Trata-se, entretanto, de mudança de comportamento e padrão mental, que bem conduzida, vira cultura.”

Vicente Falconi

Além do ganho de margem, há também algumas oportunidades para expansão de receita pouco comentadas pelo mercado. A primeira delas está em alavancar as marcas Kraft na plataforma global da Heinz. Existem hoje 13 países onde a Heinz está presente e o conhecimento da marca (*brand awareness*) Kraft é acima de 80%. O mercado endereçável, onde a Mondelez não tem direito a uso das marcas Kraft, está ao redor de U\$50bi. Se considerarmos que a empresa é capaz de atingir algo entre 5 e 10% de participação de mercado, a oportunidade representa mais de 10% da receita atual da companhia.

Outra oportunidade interessante que pode ocorrer futuramente será a devolução e recompra das marcas Kraft licenciadas a Mondelez após o *spin-off*. Ao aproveitar o parque fabril, sistema de distribuição e a equipe de vendas da Heinz, a companhia será capaz de aproveitar essa oportunidade através de um investimento mínimo de capital. Estimamos algo como U\$2 bi de receita potencial ao ano.

Por último, é bem provável novas alocações de capital dentro do setor. Nos próximos cinco anos, a companhia deve gerar aproximadamente U\$18 bi, ou 20% do valor de mercado atual, em fluxo de caixa livre aos acionistas. Além dos dividendos distribuídos, a Kraft Heinz será capaz de reduzir significativamente sua alavancagem para $2,2x^2$ nesse período, abrindo espaço em seu balanço para aquisições. Para efeito de comparação, a AB Inbev levará sua dívida líquida para um nível entre 5 e $6x^3$ o EBITDA no negócio com a SAB Miller. Possíveis alvos de aquisição com alto potencial de sinergias seriam a Mondelez, Frito-Lay (Pepsi Co), General Mills, Kellogs, Campbells ou até mesmo empresas privadas como a Tabasco.

Estamos confiantes que colheremos bons frutos desse investimento, uma vez que acreditamos que o mercado subestima o potencial de melhoria de resultados e as opções acima. Em nossas contas, a companhia negocia a um múltiplo de 17x P/E após os três primeiros anos da nova gestão. Um múltiplo atraente para um caso que imaginamos ser tão disruptivo para o mercado de alimentos quanto a AB Inbev foi para o mercado de cerveja.

Signet

No segundo semestre deste ano, começamos a investir em ações da Signet, a maior varejista de joias nos Estados Unidos com um valor de mercado próximo de U\$11 bilhões. Sua principal operação atende a classe média americana com produtos que variam entre U\$100 e U\$10.000 através das marcas, Kay, Jared e Zale, além de algumas lojas regionais. Neste ano, suas vendas devem alcançar U\$6,5 bilhões, aproximadamente.

O modelo de negócio de uma joalheria não é fácil. A decisão do cliente de comprar uma joia não é recorrente e tende a ser muito seletiva. Para atender a essa demanda especial, a loja deve dispor de uma elevada variedade de produtos, o que torna a operação intensa em capital de giro. A qualidade da equipe de venda também é fundamental, uma vez que o cliente entende pouco do produto. Como consequência, o custo fixo de uma loja normalmente roda entre 30% e 40% da receita, de modo que, para alcançar uma rentabilidade razoável é necessário marcar as joias bem acima do seu custo ou atingir um alto giro de mercadorias.

Acreditamos que a Signet esteja muito bem posicionada nesse ambiente. O mercado é extremamente pulverizado, com alta presença de lojas independentes (*mom-and-pop*). Em seu mercado endereçável, a companhia possui uma participação de 13%, em torno de 10 vezes acima da segunda colocada. A maior escala e presença nacional fornece algumas vantagens importantes como maior poder de compra com fornecedores, maior verticalização ao comprar pedras preciosas diretamente da mina, maior orçamento de marketing, capacidade de desenvolvimento de produtos com marcas próprias, além de um robusto programa de crédito. Esse diferencial permite que a produtividade de suas lojas seja uma das maiores do setor com vendas acima de U\$2 milhões por ano para lojas da marca Kay e U\$5 milhões por ano para lojas da marca Jared.

² Dívida Líquida/EBITDA

³ O valor final dependerá dos desinvestimentos a serem feitos pela companhia combinada e a proporção dos acionistas da SAB Miller que optarem pelo pagamento em dinheiro ao invés de ações.

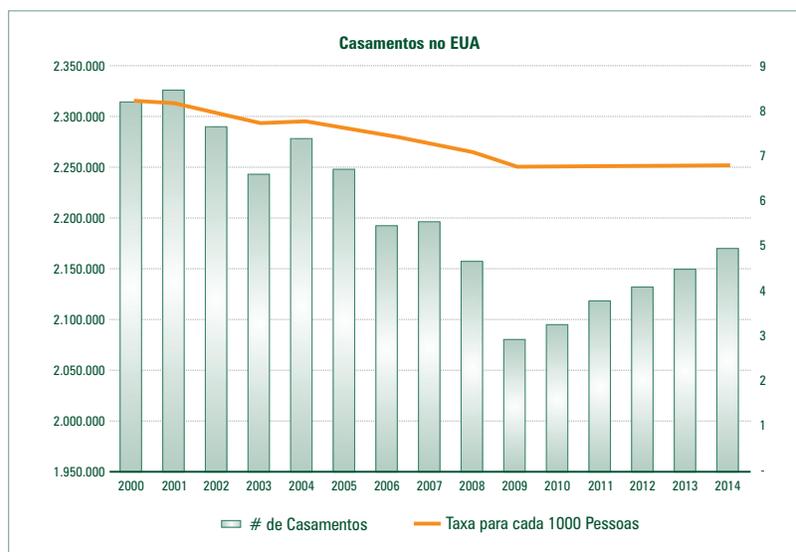
A companhia também possui um excelente time de executivos. O CEO Mark Light, hoje com 53 anos, está na companhia desde 1978, assim como o presidente das operações americanas, Edward Hrabak. Apesar do vertiginoso crescimento ao longo das últimas décadas, o foco nunca deixou de ser no aperfeiçoamento de processos e serviços, com uma intensa agenda de treinamento de gerentes e vendedores.

“If you don’t know jewelry, know your jeweler.”

Warren Buffett

Assim como na compra de um carro, as pessoas gostam de ir à loja, “testar” o produto e tirar suas dúvidas com o vendedor antes da decisão final. Essa dinâmica constitui uma importante barreira de entrada ao comércio eletrônico de joias. A Amazon, que foi disruptiva em grande parte do varejo, entrou no mercado joalheiro em 2004. Parecia um alvo fácil para ela: produtos pequenos, de alto valor agregado e baixo custo de entrega. Porém, mesmo com preços extremamente agressivos esse segmento nunca decolou dentro da empresa. Por sua vez, a Signet está atenta a complementariedade dos canais e vem investindo em sua experiência multicanal (online e físico). Atualmente, 40% das pessoas que compram online optam por receber seus produtos na loja física.

O resultado da execução impecável da companhia pôde ser visto ao longo da crise. No período entre 2007 e 2014, apesar da queda do número de casamentos nos EUA, importante *driver* para a venda de jóias⁴, sua receita cresceu a uma média de 5% ao ano, excluindo a aquisição da Zales.



A sua performance destacada em relação ao setor não só permitiu a ampliação da sua participação de mercado organicamente como também deu capacidade financeira à empresa para adquirir seu principal concorrente, a rede de joalherias Zales, que não conseguiu se reerguer da crise. Pelas qualidades já descritas, acreditamos que o turnaround desta operação será bem-sucedido. Em 2014, ano da aquisição, a rede Zales obteve margem operacional (EBIT) de 2,5% da sua receita. Em 2015, essa margem deve alcançar algo como 6% e esperamos que chegue a 15% no longo prazo.

Em resumo, os fundamentos nos parecem sólidos e o *valuation* atrativo. Negociando a 15x P/E em 2016, a empresa está preparada para um crescimento robusto do seu lucro por alguns anos. Estamos falando de uma empresa que nos lembra a Renner no Brasil, que através de (i) uma equipe de gestão diferenciada que construiu sua vida dentro da empresa; (ii) execução em loja muito superior ao resto da indústria; (iii) grande escala num mercado extremamente fragmentado e (iv) maior controle da cadeia, será capaz de aumentar significativamente a sua participação de mercado. Em perspectiva, as duas empresas negociam inclusive a múltiplos parecidos, porém a Signet está numa economia crescente com baixa inflação e custo de oportunidade próximo a zero. Tudo isso nos permite alcançar pelo menos 10% de retorno ao ano em dólar se carregarmos a posição a perpetuidade.

⁴As compras de anéis para casamento representam 50% do negócio.

Comentários Finais

Estamos confiantes que ao ampliar o universo de investimentos, aumentamos a probabilidade de construção do melhor portfólio de ações possível para o fundo. Mesmo quando as boas oportunidades globais não forem identificadas, a externalidade continuará sendo positiva para a análise de empresas brasileiras.

Agradecemos a confiança em nossa gestão e equipe.

Segue um resumo do nosso portfólio, no conceito consolidado, no fechamento do mês de novembro.

Empresas Brasileiras

Longs	38,7%
Shorts	-29,2%
Hedge (Opções)	0,0%
Expo Líquida	9,5%
Expo Bruta	67,9%

Empresas Globais*

Longs	9,5%
Shorts	0,0%
Hedge	0,0%
Expo Líquida	9,5%
Expo Bruta	9,5%

Fundo

Exposição Líquida	19,0%
Expo Bruta	77,4%

Top 5 Long

VIVO	10,5%
EQUATORIAL	9,4%
ITAU (ITUB + ITSA)	6,7%
KRAFT	5,3%
CIELO	4,8%

Top 3 Short

VALE	-2,2%
NATURA	-1,8%
CSN	-1,8%

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

Composição da Carteira

Exposição por Empresa	Long (%PL)	Short (%PL)	Gross (%PL)	Net (%PL)
Brasil	38,68%	-29,17%	67,85%	9,51%
Setor Financeiro	11,53%	-3,95%	15,48%	7,58%
Telecomunicações e Tecnologia	10,50%	-0,52%	11,02%	9,98%
Utilidades Públicas	9,36%	-2,44%	11,80%	6,93%
Serviços	3,25%	-1,01%	4,26%	2,24%
Logística e Infra-Estrutura	0,00%	-0,97%	0,97%	-0,97%
Imobiliário e Shoppings	0,00%	-1,22%	1,22%	-1,22%
Agribusiness	0,00%	-0,88%	0,88%	-0,88%
Industrial	0,00%	-1,12%	1,12%	-1,12%
Materiais Básicos	4,04%	-5,22%	9,26%	-1,18%
Petróleo	0,00%	-2,31%	2,31%	-2,31%
Consumo e Varejo	0,00%	-9,52%	9,52%	-9,52%
Hedge	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Opções Ibovespa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Internacional	9,49%	0,00%	9,49%	9,49%
Consumo e Varejo	8,41%	0,00%	8,41%	8,41%
Saúde	1,08%	0,00%	1,08%	1,08%
Caixa				38,18%
Exposição Líquida				19,01%
Exposição Bruta (Risco Econômico)				77,34%
Exposição Bruta (Contábil)				142,0%

Carteira referente ao fechamento de 30/11/2015

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. - 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. 12/2015