

4º Trimestre 2012

Aproveitaremos esta carta do Opportunity Selection para fazer um balanço do resultado do fundo em 2012, detalhando um pouco mais os investimentos que tiveram contribuição de destaque para a rentabilidade do período, seja pelo lado positivo ou negativo.

Em 2012, o Opportunity Selection apresentou uma valorização de 9,64% enquanto o índice Ibovespa teve uma alta de 7,40%. Apesar de ter superado o seu benchmark (Ibovespa) no ano, consideramos o resultado insatisfatório. Nessa análise do resultado, julgamos que mais importante do que a rentabilidade nominal e relativa do fundo, foi o fato de não termos aproveitado algumas boas oportunidades que existiram no período. Esse foi um ano no qual alguns setores e, em especial, as empresas menores apresentaram uma valorização expressiva, o que pode ser observado pela performance do Índice Small Cap da Bovespa que subiu 28,7%.

Enxergávamos no início do ano boas oportunidades em algumas grandes empresas e, refletindo essa visão, a carteira do fundo acabou tendo uma concentração maior nessas Large Caps. Apesar de muitos desses investimentos em grandes empresas terem apresentado rentabilidade superior ao Ibovespa, seus retornos excedentes ficaram abaixo do que esperávamos, e distantes dos obtidos no universo de *Small Caps*.

O ano de 2012 ainda foi marcado por uma maior intervenção do governo na economia. Além dos efeitos diretos dessa intervenção nas operações e resultados das empresas, tal atitude aumentou as incertezas, encurtando o horizonte de previsibilidade das companhias tanto do ponto de vista de sua própria diretoria como dos seus investidores. No geral, conseguimos evitar os impactos negativos das empresas que foram afetadas pelo maior ativismo governamental e, inclusive, aproveitamos algumas oportunidades com posições vendidas em determinadas empresas no setor elétrico. Uma consequência dessa maior intervenção foi o aumento do risco da concentração em algumas posições, tendo em vista a imprevisibilidade de algumas medidas. Esse fator, aliado a alguns outros pontos específicos em determinados investimentos, contribuiu para a redução da concentração do fundo no meio do segundo semestre. No final do ano, as cinco e dez maiores posições do fundo representavam, respectivamente, 40,5% e 65,8% do patrimônio.

Os investimentos que apresentaram as maiores contribuições positivas ao longo do ano foram: Hering, Localiza, Qualicorp e o setor de Shoppings. Por outro lado, os investimentos que contribuíram mais negativamente para o resultado do fundo foram: Vale e a posição vendida (*short*) em Raia Drogasil.

## Shoppings / BrMalls

---

O setor de shoppings apresenta algumas características interessantes para o investidor, ao possibilitar a captura do crescimento das vendas do varejo com uma menor oscilação dos resultados.

O contrato de aluguel com as lojas tem duração de cinco anos. O seu valor é determinado por um aluguel mínimo ou por um percentual das vendas, o que for maior. O aluguel mínimo é reajustado pela inflação a cada ano e, muitas vezes, ainda possui um reajuste real pré-acordado no segundo e no quarto ano do contrato. Esse formato do acordo proporciona uma estabilidade para a receita dos shoppings assim como possibilita capturar os ganhos de vendas das lojas ao longo do tempo. Além disso, o pagamento de luvas por parte dos lojistas diminui o risco de inadimplência e vacância, já que o lojista para ter o direito de uso da loja, faz um pagamento antecipado e pode perdê-lo caso a loja deixe de pagar o aluguel. As empresas do setor que possuem um amplo portfólio e um bom histórico de execução ainda conseguem estreitar o relacionamento com as varejistas, facilitando a comercialização dos empreendimentos, especialmente os recém-lançados. Ademais, essas empresas conseguem ter um melhor entendimento do potencial de vendas de cada marca, conseguindo otimizar as vendas ao ajustar o mix de lojas ao perfil de cada shopping.

Nossos investimentos no setor ocorreram principalmente nas ações da BrMalls, e em uma menor parcela em Aliansce e Multiplan. A excelente gestão e a capacidade de expansão através de novos projetos assim como pela bem sucedida estratégia de aquisições são alguns pontos que justificaram nossa posição em BrMalls. Em 2012, assim como em anos anteriores, a empresa conseguiu reajustes nos aluguéis superiores à inflação e cumpriu o guidance de desenvolvimentos e aquisições de shoppings.

O setor como um todo ainda se beneficiou com a forte redução dos juros ao longo do ano e também se mostrou pouco susceptível a uma intervenção governamental. Do lado negativo, deve-se ressaltar que com o desaquecimento da economia, o crescimento das vendas dos shoppings foi menor nos últimos trimestres, o que sugere um menor espaço para que as empresas do setor consigam capturar aumentos reais de aluguel no futuro.

Atualmente, nossos investimentos no setor estão concentrados na Aliansce e na BrMalls.

A maior representatividade da ação da Aliansce no nosso portfólio é explicada pelo desconto que ela negocia em relação às de seus pares e o maior potencial de crescimento da empresa, não só por novos projetos, como também pela maturação das vendas nos shoppings mais novos (com menos de cinco anos), que representam 60% da área bruta locável detida pela companhia.

## Hering

---

Outra ação que contribuiu positivamente para o resultado do fundo foi Hering. Um dos pontos fortes da Hering é o seu modelo de negócio baseado em um portfólio de marcas com vendas primordialmente através de franquias e lojas multimarcas, com forte potencial de crescimento e que demanda poucos recursos para expandir, possibilitando um alto retorno sobre o capital investido. Através de um extenso plano de abertura de lojas e um sólido crescimento de vendas nas lojas já existentes, a companhia experimentou um elevado crescimento de receita ao longo do tempo que permitiu uma maior diluição dos custos fixos, implicando em um crescimento ainda maior do lucro e do retorno sobre o capital.

Apesar de continuarmos enxergando um bom potencial de abertura de lojas para as marcas da empresa e confiarmos na sua excelente gestão, alguns fatores nos levaram a reduzir a nossa posição, encerrando-a no segundo semestre do ano.

Durante o ano de 2012, em um cenário no qual o setor de vestuário no Brasil apresentou um crescimento mais fraco em relação aos últimos anos, o crescimento da Hering foi abaixo do esperado. O menor crescimento da empresa, associado à valorização das ações, implicou em uma importante expansão de múltiplos, que convergiram a valores mais próximos do que julgávamos adequado. Assim, o menor potencial de valorização percebido e a intensificação dos riscos acerca dos incentivos fiscais estaduais que a empresa possui motivaram o nosso desinvestimento. As ações da Hering estiveram presentes na carteira do fundo desde seu início, apresentando uma valorização de aproximadamente 50% durante esse período.

## Localiza

---

A Localiza apresentou uma contribuição positiva importante para o resultado do fundo. Em nossa carta de gestão referente ao primeiro trimestre de 2012, detalhamos as diversas qualidades da empresa que chamaram nossa atenção. Dentre elas, podemos destacar o diferencial competitivo alcançado ao longo do tempo, consequência de uma excelente gestão e ganhos de escala. A companhia ganhou participação de mercado ano após ano com uma política de preços inteligente, de forma a disciplinar seus concorrentes. Em um mercado em expansão, os ganhos de participação de mercado se refletiram em taxas de crescimento de dois dígitos. A combinação da perspectiva de crescimento, com retorno elevado e um posicionamento competitivo diferenciado parecia bastante atrativa tendo em vista o seu valor de mercado em bolsa.

O ano de 2012 não foi fácil para o setor. A queda do valor dos veículos usados que compõem as frotas das empresas do setor, em decorrência da redução do IPI sobre os veículos novos e do aperto na concessão de financiamentos para compra de carros usados, junto com o crescimento econômico abaixo do esperado, foram os principais obstáculos. Embora tais eventos apresentem um impacto imediato negativo na operação da Localiza, eles são minimizados por afetarem todas as empresas do setor. Esses momentos fazem com que os participantes menos eficientes, que já estão com retornos apertados, fiquem com a capacidade de investimento ainda mais prejudicada, retraindo seu crescimento e acelerando, inclusive, a saída de alguns deles do mercado, possibilitando assim uma consolidação mais rápida do setor pela Localiza.

Continuamos a vislumbrar um cenário positivo para a empresa, no qual suas vantagens competitivas continuarão a alavancar seu crescimento, através de ganhos de participação de mercado e potencial de elevação ainda maior da rentabilidade da sua operação no futuro.

## Qualicorp

---

Quando começamos o nosso estudo sobre a Qualicorp na época do seu IPO em 2011, identificamos uma empresa com altíssimo retorno e baixa exigência de capital, mas com três riscos principais: mudanças regulatórias, competição e crescimento do mercado.

Apesar da Qualicorp já atuar no segmento de planos de saúde coletivos por adesão desde a década de 90, a regulação específica para o setor só foi criada em 2009 pela ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar). Essa regulação exigiu a presença de um Administrador de Benefícios na intermediação da venda de planos de saúde entre as seguradoras e operadoras de saúde e os membros de entidades de classe. Uma mudança nessa regulação teria um efeito adverso relevante na rentabilidade da Qualicorp. Entretanto, após diversas reuniões com a ANS, além de outros participantes do mercado, sentimos confiança de que a regulação era sólida e necessária por dois motivos principais. Primeiro porque ela vinha para impedir irregularidades na contratação de planos coletivos para associações que não fossem entidades de classe. Outra vantagem era que ao colocar um intermediário no meio dessa cadeia, a regulação tenta equilibrar o poder de barganha das operadoras de saúde em relação aos clientes finais.

Em relação ao ambiente competitivo, a Qualicorp sempre se posicionou como líder do setor. As parcerias com a maioria das grandes entidades de classe e a escala de distribuição com pequenos corretores dificulta bastante a entrada de um novo competidor nesse mercado. Além disso, ao longo de 2012, a Qualicorp conseguiu fechar acordos importantes com grandes planos de saúde como Amil e Bradesco, permitindo-a oferecer um portfólio de produtos mais completo do que o de qualquer outro competidor. Esses acordos contribuíram para diminuir o risco que existia de um desses participantes fomentar de forma mais agressiva o crescimento de concorrentes da empresa via contratos de exclusividade por exemplo. A empresa Aliança, adquirida em 2012, atua em um segmento novo para a Qualicorp – entidades de servidores públicos – o que pode ser uma nova frente de crescimento orgânico para a empresa. O potencial de crescimento da Qualicorp e a redução dos riscos de competição no médio-prazo contribuíram para a valorização das ações ao longo do ano.

## Vale

---

Nosso investimento na Vale decorre da visão positiva que temos para os preços de minério de ferro no médio prazo baseado em uma perspectiva de demanda aquecida e de restrições do lado da oferta nos próximos anos. Tal hipótese contrasta com o valor de mercado da Vale, que parece descontar um preço de minério de ferro razoavelmente mais baixo para os anos seguintes.

Acreditamos que a demanda de minério continuará aquecida no médio prazo, já que o processo de urbanização da China e de outros países em desenvolvimento deve continuar por vários anos. Já pelo lado da oferta, a expansão é cada vez mais complicada e cara e, apesar de haver muitos projetos de minério de ferro em desenvolvimento, o aumento efetivo de oferta tem sido sistematicamente abaixo das expectativas. Maiores restrições ambientais, dificuldades para acesso a financiamento, escassez de mão de obra e riscos políticos têm feito com que poucos projetos terminem dentro do prazo e do orçamento.

Ao longo de 2012, a desaceleração da economia chinesa foi um pouco maior do que a esperada no início do ano, e o crescimento da produção de aço no mundo também nos surpreendeu negativamente, especialmente na China. O preço de minério de ferro chegou a apresentar fortes oscilações durante o ano, apresentando uma incrível queda ao sair de um patamar superior a \$150/ton no início do segundo semestre para valores abaixo de \$90/ton apenas poucos meses depois. Esse movimento foi intensificado por uma forte redução do nível de estoques de minério de ferro que as usinas siderúrgicas carregavam. No entanto, a medida que o patamar de estoques se equilibrou e a economia chinesa voltou a apresentar uma reaceleração, os preços de minério se valorizaram de forma significativa, encerrando o ano acima de \$140/ton.

Do lado fiscal, o ano trouxe alguns desdobramentos negativos para a empresa como a criação de novas taxas sobre a produção de minério pelos governos dos estados de Minas Gerais e Pará e as perdas em algumas outras questões tributárias. Por outro lado, os riscos do processo judicial relativo ao imposto de renda das subsidiárias no exterior e a discussão sobre o aumento da alíquota dos royalties da mineração (CFEM) foram adiados.

Em decorrência das maiores incertezas que existiam no meio do ano sobre a evolução econômica chinesa, decidimos reduzir o tamanho do nosso investimento na Vale ao longo do ano. No entanto, a empresa continua sendo uma posição relevante do fundo dada a manutenção da perspectiva favorável para o mercado de minério de ferro. Apesar das variações acentuadas da commodity ao longo do ano, um sinal importante do lado da oferta pôde ser observado durante a queda de preços. A incerteza sobre o nível de preços existe em tal momento implicou na suspensão do desenvolvimento de importantes projetos de minério de ferro, inclusive projetos das empresas australianas BHP e Fortescue considerados de boa qualidade e baixo custo. Tal reação reforça o argumento que, para preços de minério abaixo de \$90-100/ton, a quantidade de projetos viáveis é muito limitada, e pode não ser suficiente para acompanhar a demanda.

Os riscos mais importantes que vemos para a posição são: uma redução acentuada na taxa de crescimento da produção de aço no mundo, um aumento da oferta de produtores de baixo custo, uma elevação da taxação da atividade mineral no país acima da esperada e uma maior interferência do governo na gestão da empresa.

## RaiaDrogasil

---

No início do ano, decidimos montar uma posição vendida (short) em Raia Drogasil. A ação da empresa negociava a múltiplos altos e para justificar seu valor de mercado, a companhia precisaria entregar uma forte expansão do retorno corrente. Para que isso ocorresse, seria necessário, a nosso ver, não só a maturação das vendas das novas unidades, como também uma razoável expansão da receita das lojas maduras assim como ganhos expressivos de sinergias decorrentes do recente processo de fusão das duas companhias (DrogaRaia e Drogasil). Tendo em vista os múltiplos desafios, julgávamos pouco provável que a companhia conseguisse atingir todos eles.

Nesse período, o setor de drogarias no Brasil apresentou um forte crescimento e a empresa que possui uma excelente gestão conseguiu se aproveitar de forma impressionante do bom momento.

A empresa surpreendeu no que diz respeito ao ganho de produtividade de lojas, principalmente considerando o crescimento nas mesmas lojas (Same Store Sales, SSS) entre 7% e 10% ao longo deste ano, o que se refletiu num aumento do retorno das lojas maduras. O aumento da produtividade e do retorno das lojas maduras também ajudaram a reforçar o valor do extenso projeto de abertura de novas unidades da empresa. Este resultado positivo fez com que revisássemos as nossas expectativas e, mesmo com a valorização das ações, decidimos por encerrar a posição, acreditando que os riscos não justificavam mais a aposta.

---

Os casos de investimentos demonstrados acima ajudam a explicar o resultado do fundo, assim como esclarecer o racional de cada um deles. Consideramos esse canal de comunicação muito importante para conseguirmos transparecer nosso processo de análise e a fundamentação das teses de investimento.

A carteira atual do fundo apresenta alguns investimentos recentes que nos deixam bastante entusiasmados com sua relação risco-retorno. Esperamos entrar em mais detalhes sobre alguns desses investimentos nas nossas próximas cartas trimestrais.

Além disso, permanecemos bastante confiantes na capacidade de nossa equipe em encontrar novas oportunidades atrativas de investimento.

Agradecemos a confiança,

### Equipe de gestão.

---

#### Mais Informações

Diretoria Comercial  
Christian Lenz

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201

#### Assessoria de Investimentos

Bernardo Zerkowski

Julia Junqueira

Renata Ferrite

Felipe Cotrim

Pedro Caratori