

Fevereiro/2015

A partir desta carta, apresentaremos de forma conjunta o comentário do **Opportunity Selection** e do **Opportunity Long Biased**. As carteiras de ações dos dois fundos são bastante semelhantes assim os temas tratados aqui sobre as empresas e os investimentos em ações serão os mesmos. Além disso, quando relevante, descreveremos em parágrafo específico sobre o resultado das demais estratégias do **Opportunity Long Biased**.

Como de costume, aproveitaremos esta carta de início de ano para fazer uma avaliação do desempenho dos fundos no ano anterior, descrevendo os investimentos que tiveram contribuição de maior importância para os resultados, tanto do lado positivo como negativo.

No ano de 2014, o **Opportunity Selection** apresentou retorno positivo de 14,63% contra uma variação negativa do Ibovespa de 2,90%. Já o **Opportunity Long Biased** apresentou uma rentabilidade de 10,41% no ano.

O ano de 2014 não foi muito diferente do ano de 2013 sobre o aspecto econômico. A economia brasileira continuou apresentando deterioração dos seus fundamentos: crescimento muito baixo, inflação alta, agravamento da situação fiscal tanto pela piora do resultado primário quanto pela falta de transparência dos números, piora do déficit de conta corrente, risco de racionamento e o contínuo desgaste da situação financeira da Petrobras. Dado esse panorama negativo, a eleição ocorrida no final do ano representava um cenário binário para os ativos em bolsa. Por um lado, em caso de reeleição, esperava-se a continuidade das políticas vigentes e dos fracos resultados do país. Por outro lado, havia expectativa de que uma mudança de governo poderia endereçar uma reversão de trajetória, trazendo uma nova perspectiva para o ambiente econômico com menor prêmio de risco e taxas de juros longas mais baixas e, possivelmente, reformas que permitiriam um crescimento potencial maior no médio prazo.

Não bastasse esse cenário binário, houve diversas reviravoltas na corrida eleitoral e, como consequência, o índice Bovespa e as ações brasileiras apresentaram grandes oscilações no período. Dada toda a dificuldade encontrada nesse contexto, ficamos bastante satisfeitos com o resultado da nossa carteira de ações ao longo do ano. Nossas principais contribuições vieram de investimentos que já havíamos realizado em anos anteriores e carregamos durante todo esse período de alta volatilidade. A maior exceção foi o investimento em Petrobras, tendo em vista a importante componente política sobre as perspectivas da empresa, que resultou em oscilações relevantes em nossa posição nas ações da companhia.

No caso do **Opportunity Long Biased**, a estratégia direcional em bolsa apresentou perdas que praticamente anularam os ganhos obtidos na estratégia *Long & Short* (carteira de ações contra o índice Bovespa). O grande investidor Howard Marks¹ costuma dizer que existem dois riscos no mercado financeiro: o risco de perder dinheiro e o risco de perder oportunidades, e que a grande dificuldade é conseguir balancear esses dois riscos ao longo dos ciclos. Dado o cenário binário e as grandes mudanças repentinas no cenário eleitoral, cada um desses dois riscos alternavam em grau de importância de acordo com a expectativa corrente do resultado das eleições. Buscando equilibrar esses riscos na estratégia direcional do fundo durante o processo eleitoral, caímos no erro do *overtrading*, alterando muito a exposição comprada em bolsa do fundo e tivemos resultados ruins nessa estratégia.

¹ Howard Marks é chairman e co-fundador do Oaktree Capital Management, uma empresa global fundada em 1995, além de autor do livro: "The Most Important Thing".

O ano de 2015 se inicia com diversos desafios para os ativos brasileiros. A nomeação de Joaquim Levy para Ministro da Fazenda foi a melhor possível e ele já tem implementado iniciativas para resgatar a credibilidade da política econômica, aumentar a transparência das contas do governo e promover o ajuste fiscal necessário. No entanto, o ponto de partida é ruim, o que torna a tarefa mais difícil. Esse ano ainda há riscos de racionamento de energia e água e de desaceleração de investimentos em razão da evolução das investigações da operação Lava-Jato. As mudanças promovidas pela nova equipe econômica buscando preparar o país para o médio-prazo podem intensificar os resultados ruins no curto-prazo. A expectativa para esse ano é que se tenha uma contração da economia, um forte realinhamento de preços levando a inflação acima do teto da meta e medidas impopulares envolvendo aumentos de impostos e controle dos gastos públicos. Tendo em vista esse cenário é razoável esperar que a atuação da nova equipe econômica seja bastante questionada no final de 2015 e em 2016, antes de conseguir mostrar resultados positivos. Nesse contexto, em que a permanência dessa equipe até o final do mandato poderá ser colocada em debate, o próprio choque de confiança é atenuado.

Dessa forma, assim como ocorreu no início de 2014, estamos começando o ano com uma exposição líquida baixa nos fundos, esperando as oportunidades que devem surgir ao longo de 2015. Inclusive, nesse início de ano já estamos enxergando alguns novos investimentos atrativos para integrarem o portfólio dos fundos, que esperamos poder compartilhar melhor no futuro.

Os investimentos que apresentaram as maiores contribuições positivas ao longo do ano foram: Bancos (Itaú e Bradesco), Petrobras, Qualicorp e Educação (Kroton e Anima). Por outro lado, os investimentos que contribuíram mais negativamente para o resultado do fundo foram: Vale e Setor Imobiliário (Even e Helbor).

Bancos (Itaú e Bradesco)

Talvez a melhor forma de começar a explicar o cenário que enxergávamos para o setor bancário brasileiro no início de 2014 seja voltarmos à [carta do Opportunity Selection do 2o trimestre de 2012](#). Naquele período existia uma grande discussão sobre a sustentabilidade dos retornos (ROEs) dos bancos no Brasil, que no caso das grandes instituições privadas (Itaú e Bradesco) estavam em patamares próximos a 20%. Argumentava-se que o alto nível dos *spreads* de crédito, a percepção de interferência do governo no setor, a competição dos bancos públicos, a forte redução da taxa Selic na época e uma possível bolha de crédito seriam os fatores que explicariam a compressão dos retornos desses dois bancos para níveis de 16-17% ou até abaixo disso. Naquela carta, tentamos dimensionar o possível impacto de alguns desses fatores sobre o ROE dos bancos privados, bem como mostrar algumas alavancas que essas instituições poderiam utilizar para contrabalancear esses efeitos negativos sobre seus retornos. Além disso, descrevemos algumas razões que poderiam limitar o efeito e duração de uma parte desses vetores competitivos, como o caso da competição com os bancos públicos em razão das restrições de capital que enfrentariam.

O discurso do governo contra os altos *spreads* de crédito que se deu nos meses seguintes foi mais forte do que se esperava e, como consequência, os bancos públicos intensificaram as estratégias de aceleração do crescimento da carteira de crédito e da redução de taxas de juros cobradas dos tomadores de empréstimos, buscando serem os veículos condutores dessa nova diretriz de menores *spreads* no mercado brasileiro. Nesse período, os bancos privados acompanharam a redução de *spreads* de forma seletiva, aproveitando para aumentar o rigor na concessão de crédito e buscar linhas mais seguras (como o crédito imobiliário e o consignado), visando manter os bons clientes e deixando os bancos públicos ganharem participação de mercado. Assim, enquanto o crescimento de receita com crédito dos bancos privados era muito baixo, eles buscaram atenuar o efeito da redução dos seus retornos intensificando algumas alavancas operacionais, conforme esperávamos em nossa carta. Essas principais alavancas eram a busca por uma melhor qualidade da carteira de crédito, que possibilitou uma menor inadimplência e uma maior eficiência operacional através da otimização de processos e controle de custos. No final de 2013, após diversos trimestres de postura agressiva, os balanços dos bancos públicos mostravam os resultados negativos da nova estratégia. A rentabilidade desses bancos caía bastante e combinado com a forte expansão da carteira de crédito necessitariam de

um enorme aumento de capital no médio-prazo, caso tal política de expansão permanecesse vigente. A necessidade de capital era agravada pelos novos requisitos do acordo de Basiléia III, que começaram a vigorar na época e que ficarão cada vez mais rigorosos até o ano de 2019, momento em que as novas regras de capital estarão plenamente implementadas. Com a situação fiscal do governo deteriorada e cientes da enorme dificuldade que teriam para conseguir levantar capital (que poderia chegar a diversas dezenas de bilhões de reais), os bancos públicos mudaram sua estratégia. Para recompor parte do retorno perdido ao longo dos últimos anos e aliviar a necessidade futura de capital, os bancos públicos decidiram desacelerar o crescimento da carteira de crédito e aumentar as taxas de juros cobradas dos clientes.

Nesse contexto, enxergamos o cenário ideal para os bancos privados no final de 2013 e início de 2014. Afinal, essas instituições já haviam feito todo o dever de casa nos anos anteriores de compressão de *spreads*, com um efetivo controle de custos, otimização das receitas de serviços com melhor assertividade na oferta de produtos e na tarifação dos clientes e com a melhor qualidade da carteira de crédito. Com a melhora do cenário competitivo, eles acompanharam o movimento de aumento de *spreads* dos bancos públicos que, somado às iniciativas mencionadas acima, possibilitou uma forte expansão de lucros (acima de 25%) e a retomada de ROEs superiores a 20%.

Do ponto de vista competitivo, o cenário continua positivo para os bancos privados nos próximos anos, com a desaceleração dos bancos públicos, a normalização das taxas de crédito e a contínua melhoria da eficiência. O grande tema para os bancos privados nesse ano será a evolução da inadimplência. Os bancos continuam ressaltando a qualidade da carteira atual, que estariam mais bem preparados para enfrentar esse problema do que em ciclos anteriores, pois (i) suas carteiras cresceram pouco nos últimos anos, através de um processo mais rigoroso de aprovação de empréstimos e (ii) focaram em linhas de crédito teoricamente mais seguras, como o consignado, o imobiliário e o de grandes empresas. No entanto, dado o cenário de provável queda do PIB em 2015, os riscos de racionamento de energia e água, o aumento da taxa de juros, as implicações políticas e econômicas das investigações acerca da Petrobras na operação Lava-Jato e a significativa alavancagem de diversas grandes empresas, o tema da inadimplência demandará atenção. Desta forma, estamos projetando um cenário pior para as despesas de PDD (Provisão para Devedores Duvidosos) em relação ao que os bancos vêm divulgando como *guidance*: estimamos crescimento de aproximadamente 15% dessas despesas contra a sinalização de 4 a 8% dos bancos privados. Achamos que a inadimplência ainda pode trazer surpresas negativas, em especial quando olhamos o cenário delicado da economia nos próximos anos. Esses riscos nos levaram a reduzir um pouco nossa exposição ao setor bancário. Por outro lado, o cenário competitivo positivo, a manutenção de altos retornos e os múltiplos razoáveis que as ações dos bancos privados são negociadas, ainda justificam o setor bancário como principal investimento dos fundos.

Petrobras

A Petrobras talvez tenha sido a maior representação do ano volátil que tivemos em 2014, especialmente em função do cenário eleitoral. Dado esse contexto, também tivemos variações significativas de exposição à empresa no portfólio dos fundos.

Começamos o ano com uma posição vendida (*short*) na empresa em função de uma visão bastante negativa. A empresa continuava apresentando fracos resultados e alto endividamento, reflexo de políticas equivocadas e má gestão. A alocação de capital da empresa nos últimos anos havia sido extremamente ruim, com a realização de diversos investimentos com baixas taxas de retorno, em especial no caso das refinarias. O programa de investimentos da empresa de cinco anos continuava alto (207 bilhões de dólares) e ainda mantinha uma parte relevante do investimento em áreas que não geravam retornos adequados. As metas de conteúdo nacional adotadas pela empresa limitavam as opções de fornecedores, gerando gargalos na operação. Como resultado, a Petrobras terminava pagando mais caro pelos equipamentos nacionais e apresentava atrasos e resultados ruins na produção de petróleo. Como se não bastasse, os preços da gasolina e do diesel praticados em suas refinarias no país foram mantidos a valores deprimidos e abaixo

das cotações internacionais. Nesse cenário, a expectativa era de que a companhia continuasse com uma geração de caixa bastante negativa e que seu endividamento manteria uma trajetória crescente².

Após uma queda relevante de seu valor de mercado no início de 2014, começamos a reduzir a posição vendida dos fundos. Em paralelo, pesquisas indicavam uma queda da popularidade da Presidente e um cenário eleitoral mais disputado. Como apresentado acima, a percepção era de que grande parte dos problemas da Petrobras era resultado da influência governamental na companhia. Logo, as ações da Petrobras representavam uma aposta binária de acordo com o resultado eleitoral. Dessa forma, a assimetria da posição vendida não era mais atrativa e inclusive avaliamos que a melhor forma de capturar esse cenário descrito acima era ficar com exposição liquidamente comprada na empresa via opções. Através das opções, o capital aplicado na posição era reduzido e permitia aos fundos se beneficiarem da enorme volatilidade que as ações poderiam apresentar, tendo em vista a grande diferença do preço que seria atribuído para elas entre o caso de reeleição e o da vitória da oposição.

Entre o primeiro e segundo turno da eleição, o petróleo, que havia se mantido em patamares próximos a \$100 por barril nos últimos três anos, começava uma trajetória forte de queda. Isso tornava o cenário da Petrobras mais delicado, mesmo no caso de vitória da oposição visto que o ajuste mais rápido e simples que poderia ser implementado na empresa era a mudança da política de preços do diesel e da gasolina. Após a queda do petróleo, o ajuste para a paridade com os preços internacionais deixava de representar um aumento dos preços nacionais. Com esse cenário, mesmo antes do final da eleição, voltamos à uma posição vendida na empresa.

Após a definição da eleição, permaneciam os problemas da empresa que enxergávamos no início de 2014 e ainda havia dois agravantes principais: o preço do petróleo muito mais baixo e o avanço das investigações da operação Lava-Jato, que deve afetar as operações da empresa. Nossa posição vendida ficou concentrada na ação ordinária (ON) da Petrobras dada a diferença dos direitos de dividendos entre as duas classes. Em resumo, vemos maiores riscos para os dividendos da ON que podem não ser pagos nos próximos anos ou serem razoavelmente menores do que os distribuídos para as ações PN. Nossa opinião é a de que a estrutura de capital da empresa é preocupante, sobrando pouco para remuneração do acionista, em especial do acionista da ON, e achamos que a possibilidade de um aumento de capital em um futuro próximo é relevante. Uma alternativa que pode adiar e/ou diminuir a necessidade de um aumento de capital na empresa seria a realização de um programa bastante agressivo de venda de ativos, em especial, blocos de petróleo. No entanto, com o nível atual do preço da commodity não julgamos tal opção viável. Finalmente, outro risco para a posição é a possibilidade do preço do petróleo voltar a patamares superiores a \$90 por barril no médio-prazo.

Qualicorp

No ano de 2014, a Qualicorp continuou colhendo os resultados do trabalho de redução do churn (saída de clientes da base) e das perdas com inadimplência que já havíamos destacado em nossa [carta do final de 2013](#). Além disso, a companhia segue apresentando um alto crescimento de receita (acima de 20%) impulsionado pelo crescimento de vendas de novos planos de saúde (em torno de 36 mil planos por mês), redução do churn e pelo reajuste do ticket médio dos planos que foi de 17% em 2014. Ainda tivemos algumas surpresas positivas, como a contratação do novo CEO, Maurício Ceschin e o reconhecimento pelo governo de que a empresa é uma operadora de saúde, reduzindo sua alíquota de PIS/COFINS de 9,25% para 4,65%. Pelo lado negativo podemos destacar o alto crescimento das despesas gerais e administrativas. O resultado combinado, contudo, foi bem positivo, com elevação da margem e forte crescimento de lucro. Continuamos acreditando nas perspectivas positivas para empresa, por estar em um setor resiliente, muito bem posicionada, vendendo um produto de forte apelo comercial e com bom potencial de expansão.

² O endividamento líquido da empresa havia encerrado o ano de 2010 em R\$ 62 bilhões, após ter feito, no mesmo ano, uma oferta pública de proporções gigantescas – 120 bilhões de reais. Na época a Petrobras utilizava como limite de alavancagem as seguintes métricas: dívida líquida / capital total de 35% e dívida líquida / *ebitda* de 2,5x. Naquela data, esses indicadores apresentavam os valores de 17% e 1,0x, respectivamente. No fechamento do 2º trimestre de 2014, o endividamento líquido da empresa já estava em R\$ 241 bilhões e as métricas de alavancagem já superavam muito os limites – dívida líquida / capital total em 40% e dívida líquida / *ebitda* de 4,2x.

Educação (Kroton e Anima)

Na carta do ano anterior, quando abordamos o investimento em Estácio descrevemos as principais mudanças pela qual o setor de educação havia passado nos últimos anos. A principal mudança que destacamos foi o FIES, o programa do governo de financiamento estudantil que gerou diversos benefícios para o setor: aumento da demanda por cursos de graduação; redução das desistências de alunos (evasão); menor inadimplência e elevação do valor médio das mensalidades, seja pelo reajuste do valor cobrado dos cursos ou através do aumento da demanda em cursos mais caros como o de medicina, por exemplo.

Além da ajuda dos incentivos governamentais, algumas empresas do setor conseguiram implementar diversas iniciativas que contribuíram enormemente para a melhoria dos resultados, com destaque para a Kroton. Ao longo do tempo, a Kroton fez uma ótima gestão de marcas e de portfólio de cursos presenciais. Conseguiu, com isso, aumentar o número de alunos em cursos com mensalidade média mais alta e melhorar a rentabilidade das instituições, assim como aumentar a captação de forma significativa. Um ponto importante do investimento em Kroton é justamente a oportunidade de implementar essa melhoria operacional nos ativos adquiridos da Anhanguera. Outro potencial de geração de valor importante é a melhoria da rentabilidade dos ativos de educação à distância da Anhanguera, principalmente por uma oportunidade de redução dos custos.

O outro investimento dos fundos no setor é Anima, da qual somos acionistas desde a sua oferta inicial de ações, no final de 2013. A empresa tem ativos posicionados entre instituições de nicho e as de ensino em massa, oferecendo um curso de mais qualidade e marca, com maior geração de valor para o aluno. Além de um possível aumento de demanda nesse segmento com a ajuda do FIES, acreditamos que a competição também é menor. A empresa possui um forte alinhamento da alta diretoria, já que os principais executivos possuem uma parcela relevante da empresa. No caso de Anima, enxergamos um grande potencial de geração de valor através de aquisições. Considerando que a empresa ainda possuía um número baixo de alunos (quando comparada com Estácio e Kroton), uma boa alocação de capital em pequenas aquisições já seria muito significativa para o valor da empresa. Ao longo de 2014, a empresa fez duas aquisições muito relevantes de ativos que se encaixam bem no posicionamento da empresa e, com a alavancagem atual, não esperamos mais aquisições no curto e médio prazo.

Recentemente, o governo mudou algumas regras do FIES: restringiu os alunos que podem ter acesso ao financiamento por uma exigência de nota no ENEM e aumentou o prazo de pagamento de forma significativa para os grandes grupos educacionais. O efeito negativo das medidas sobre o valor das empresas do setor de educação é relevante, embora não uniforme. A Kroton, apesar da grande penetração do FIES na base de alunos dos cursos presenciais, é a que tem o menor impacto em seu valor, em razão da grande parcela de alunos nos cursos de ensino a distância (EAD) que não sofrem com as novas medidas, assim como pelo fato de ser a companhia com as maiores margens do setor. No caso da Anima, as margens mais baixas e a maior alavancagem financeira após as aquisições, tornam o impacto razoavelmente maior. Dessa forma, com o efeito das medidas anunciadas e o aumento da percepção do risco regulatório do setor, decidimos reduzir as posições dos fundos no setor. Acreditamos que o FIES continuará sendo um programa prioritário do governo, mas toda a discussão recente nos mostra que mesmo assim o programa ainda poderá sofrer outros ajustes. Estamos acompanhando de perto o tema que será muito importante para a decisão de posicionamento no setor.

Vale

Em 2014, o investimento em Vale foi o de maior contribuição negativa para a nossa carteira apesar de ter sido apenas uma posição mediana durante o ano.

A empresa manteve boa performance em custos e despesas, vendeu ativos secundários e obteve importantes licenças ambientais. Porém, fatores fora do controle da empresa foram determinantes para a performance da ação.

Em 2014, considerando apenas as grandes mineradoras, o aumento da produção de minério de ferro superou 100 milhões de toneladas. Já a produção de aço chinesa cresceu apenas 0,9%, não absorvendo totalmente esta oferta adicional. Como resultado, o preço do minério, que começou o ano em \$135/ton., terminou em \$71/ton.

Este descompasso entre a entrada de novos projetos e a demanda já era de certa forma esperado. O fator surpresa foi a resiliência apresentada até o momento pelos produtores de minério de alto custo, principalmente na China. A permanência no mercado desses produtores resultou em uma queda do preço do minério para um nível um tanto abaixo da nossa estimativa de custo marginal.

Nos próximos dois anos devemos ter um cenário semelhante: entrada relevante de capacidade de produção e crescimento baixo de consumo de aço na China. Caso não haja fechamentos de capacidade, o atual cenário de preço baixo pode permanecer por um período longo, assim como tem acontecido nos casos do carvão e do níquel. Além disso, permanecem os riscos de uma desaceleração mais forte da economia chinesa. Este cenário nos deixa mais cautelosos em fazer investimentos relevantes na empresa neste momento.

Imobiliário (Even e Helbor)

O investimento no setor de construção civil, nas empresas Even e Helbor, contribuiu negativamente para o resultado dos fundos. Ao longo de 2014 o mercado imobiliário foi significativamente mais fraco do que esperávamos, tendo em vista os eventos da Copa do Mundo e das eleições que prejudicaram ainda mais o cenário de vendas. Além da velocidade de vendas de imóveis ter caído, o volume de cancelamentos pelos compradores no momento da entrega dos imóveis aumentou, o que gera uma piora na rentabilidade das empresas com o aumento do capital de giro, custos adicionais, como condomínio e IPTU até a revenda do estoque pronto e o risco de descontos nos preços das unidades.

Além disso, recentemente a Caixa Econômica aumentou os juros para financiamentos imobiliários, causando preocupações sobre o efeito na demanda e, conseqüentemente, no preço dos imóveis.

Atualmente o setor imobiliário quase como um todo negocia com algum desconto para o seu valor patrimonial, o que também é verdade para Even e Helbor. A Even está sendo negociada abaixo da metade do seu valor patrimonial e a Helbor em torno de 75% desse valor. Em geral, existem algumas razões que podem explicar esses descontos para as empresas do setor: (i) Os ativos podem estar mal marcados por estoques de custo ou falta de provisionamento; (ii) As empresas terão mais dificuldade na venda dos empreendimentos em estoque, diminuindo o giro do ativo ou aumentando o nível de descontos concedidos; e (iii) As empresas irão reinvestir com retorno abaixo do seu custo de capital.

No caso de Helbor, acreditamos que o motivo do desconto está bastante ligado à segunda opção. A gestão da companhia é feita pelos acionistas controladores e fundadores, que além de possuírem grande conhecimento no setor imobiliário e uma forte disciplina financeira, também sempre mostraram um grande alinhamento com os acionistas minoritários.

Apesar disso, nesse contexto de mercado imobiliário mais fraco, as últimas safras de projetos da empresa não tiveram o mesmo sucesso dos anos anteriores e atualmente a companhia enfrenta dificuldades para vender os empreendimentos em estoque, o que deve fazer com que seu retorno (*ROE*) fique mais baixo por alguns anos. Mas olhando para frente, achamos que a empresa saberá ajustar a alocação de capital, sabendo aproveitar seletivamente oportunidades de bons projetos e quando não as encontrar, retornar o restante da sua geração de caixa para seus acionistas. A empresa já possui uma política de dividendo mínimo que garante distribuir 50% do lucro, o que no ano de 2014 deve representar um *dividend yield* de 11%.

No caso de Even, acreditamos que a terceira razão é a mais representativa para o desconto. O mercado tem muita preocupação com a alocação de capital já que, diferente do caso de Helbor, a empresa é uma *corporation*, o que poderia gerar desalinhamento na decisão de distribuição de capital. Apesar disso, a distribuição ao longo de 2014 foi relevante. A Even distribuiu quase 130 milhões de reais, que comparando com o atual valor de mercado seria um *yield* de 12%. No ano de 2015, enxergamos espaço novamente para empresa realizar uma devolução de capital robusta para os acionistas via dividendos e recompra de ações.

Dito isso, acreditamos que o *ROE* (retorno sobre o patrimônio) implícito no valor de mercado de ambas as empresas é exageradamente baixo e justifica a posição pequena que carregamos no setor apesar da piora do cenário para o mercado imobiliário e dos riscos específicos de cada empresa mencionados acima.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão.

Mais Informações RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201