

Carta 12 - 2014

Assim como tradicionalmente fazemos nas cartas de final de ano, abordaremos os principais casos de investimento que influenciaram a performance do fundo em 2014.

Studio Investimentos

O ano de 2014 definitivamente não foi um bom ano de performance para o fundo. Apesar de, nos pouco mais de cinco anos de existência do fundo, acumularmos um significativo diferencial de retorno para o Ibovespa (alta de 54,4% contra uma queda de 26,4% do Ibovespa), neste último ano o fundo caiu 9,1% enquanto o índice registrou queda de 2,9%.

No 4º trimestre de 2010, fizemos questão de reforçar um dos importantes conceitos que havíamos enfatizado em nossa primeira carta: a importância de conhecer os processos e alinhamentos de uma gestora de investimento, não restringindo a decisão de investimento à performance de curto prazo do fundo.

Naquele primeiro ano, o fundo havia subido 36%, enquanto o Ibovespa registrava alta de apenas 2%. Destacamos, à época, que performances tão positivas não poderiam ser tratadas como usuais e que teríamos naturalmente alguns bons e outros maus anos. Tínhamos a convicção de que conseguiríamos proporcionar uma geração relevante de valor ao longo do tempo, nos atendo aos fundamentos na análise das empresas, selecionando o portfólio com base nessa análise fundamentalista e com foco em janelas de mais longo prazo. Hoje, estamos ainda mais convictos do que naquele momento.

Reforçamos, ao final do ano passado, nossa satisfação com o processo de fortalecimento de nossa equipe de gestão, que segue hoje com os mesmos sete analistas e que, a cada ano, contribuem de maneira mais efetiva para a composição do portfólio.

O patrimônio administrado pela Studio no final de 2014 totalizava R\$ 466 milhões, investidos por mais de 500 clientes. Desde seu início, em 25 de novembro de 2009, o Studio FIC FIA acumula alta de 54,4% contra queda de 26,4% do Ibovespa e 4,0% do IBX.

Performance

Ao longo dos próximos parágrafos, destacaremos duas das principais posições que impactaram positivamente a rentabilidade do fundo em 2014, assim como três posições que se destacaram negativamente.

Itaú Unibanco

Diferentemente das companhias de serviços financeiros (Redecard, Cielo e BB Seguridade), essa é a primeira vez que o Itaú Unibanco marca presença entre as melhores contribuições de performance do fundo desde o início da Studio em 2009.

Em menor ou maior proporção, somos acionistas do banco desde a fundação da Studio. Já tivemos a oportunidade de tratar de muitos dos diferenciais competitivos do setor bancário nacional e, particularmente, de muitas das quali-

dades do próprio Itaú, quando detalhamos nossos investimentos em Redecard e quando abordamos o negócio de *bancassurance* para aprofundar o caso de investimento em BB Seguridade.¹

Nosso entusiasmo com o investimento justifica-se pela ampla vantagem competitiva construída pelos dois maiores bancos privados nacionais. Ao longo das últimas décadas, tanto o Itaú quanto o Bradesco identificaram oportunidades de expansão que se respaldavam nas suas redes de agências nacionais e em sua base de cliente fiel e diversificada. Apesar da diferença de enfoque de produtos, na expansão geográfica ou no perfil dos novos clientes, ambos souberam alocar capital e esforços de maneira disciplinada para expandir seus negócios de maneira muito sólida.

Para concentrar nossa avaliação apenas nos últimos anos e no Itaú, destacamos os movimentos de priorização do *Investment Banking* e aquisição do BBA, de criação da Redecard e seu posterior fechamento de capital, de expansão dos negócios de *bancassurance* (previdência, vida, etc.), de desenvolvimento com muito sucesso do negócio de *wealth management*, além da fusão com o Unibanco.

O movimento de expansão dos negócios foi bastante bem sucedido, mas também apresentou seu conjunto de resultados e direcionamentos negativos. Alguns foram reavaliados e descontinuados, como a rede de agência de crédito pessoal (Taíi Financeira). Outros exigiram revisão de estratégias e provocaram um redimensionamento significativo das carteiras, como nos movimentos de expansão acelerada nas linhas de crédito a “Pequenas e Médias Empresas” ou no financiamento de veículos.

Alguns números podem expressar um pouco melhor a trajetória de crescimento do banco nos últimos nove anos. Em 2005, o Itaú fechou o ano com um patrimônio líquido de R\$ 15,5 bilhões e lucro de R\$ 5,5 bilhões. Em 2014, com o 4º trimestre ainda não divulgado, nossa expectativa é que o patrimônio seja de R\$ 94,0 bilhões e o lucro de R\$ 20,2 bilhões. Durante esse período, o banco pagou, ainda, aproximadamente R\$ 41 bilhões em dividendos aos acionistas.

Vale ressaltar que esses números buscam representar somente a nova dimensão que o negócio tomou. Para uma avaliação da rentabilidade, é crucial considerar que a empresa passou por um grande aumento de capital com emissão de novas ações no momento da fusão com o Unibanco.

Coincidentemente, foi exatamente após a fusão entre o Itaú e o Unibanco que o setor passou por um dos momentos mais desafiadores dos últimos tempos. Após o forte crescimento do Brasil em 2010, passamos a viver sucessivas revisões para baixo nas projeções de crescimento do país. O índice de inadimplência (acima de 90 dias) do banco subiu de maneira relevante, a de pessoas físicas saiu de 5,7%, em março de 2011, para 7,5% em setembro de 2012, puxando a inadimplência total de 4,2% para 5,1%, no mesmo período.

Índice de Inadimplência (acima de 90 dias)



Junto a essa deterioração na qualidade da carteira de crédito, a SELIC chegou a atingir 7,25% em novembro de 2012 vinda de um patamar de 12% no início de 2011. Como o Itaú tem parte relevante de seu patrimônio e outros passivos aplicados em títulos com remuneração baseada na SELIC, essa queda provocou grande preocupação por parte dos investidores.

O terceiro fator que também contribuiu diretamente para o inferno astral que se instaurava naquele período foi um movimento coordenado pelo governo federal que incentivou os bancos públicos a realizar uma expansão de caráter anticíclico, ganhando *market share* com bastante velocidade e reduzindo *spreads*, inclusive em linhas consideradas de alto risco como crédito rotativo de cartão e cheque especial.

¹ Referencias: Carta 11 – 2013, Carta Trimestral – 1T12, e Carta Trimestral – 4T11

Nossa avaliação sobre as vantagens estruturais do negócio, com amplas barreiras para entrada de novos *players*, diferencial muito significativo sobre agentes menores e que atuam em nichos, seguradoras sem redes de agências, bancos médios e novos entrantes no negócio de aquisição, nos ajudava a construir a confiança de que o Itaú voltaria a obter melhores níveis de rentabilidade.

Com relação à atuação dos bancos públicos, o grande diferencial de eficiência que existe entre esses e os grandes bancos privados suportava a convicção de que aquele momento de pressão em margens não poderia ser sustentado por muito tempo.

No ano de 2014, o resultado voltou a demonstrar a força da companhia. Mesmo em um momento econômico bastante desafiador, os esforços dos últimos anos tiveram reflexos significativos no resultado. O esforço de recuperação da rentabilidade do negócio foi demonstrado tanto no controlado crescimento das despesas, que cresceram abaixo das receitas, como na expansão significativa das linhas de receitas independentes dos produtos de crédito (tarifas e serviços).

Também na margem financeira associada à carteira de crédito, o banco voltou a apresentar bom desempenho, com melhora dos indicadores de inadimplência, provisão e recuperação dos *spreads* cobrados após o esperado movimento dos bancos públicos, que se viram forçados a reverter sua estratégia.

O ano que se inicia apresentará grandes desafios para que a rentabilidade, recém retomada, seja mantida. Companhias de diversos setores vêm apresentando dificuldades financeiras, assim como uma massa crescente de pessoas físicas que já não desfruta do benefício da expansão do emprego e nem do crescimento real do salário mínimo.

Mesmo cientes desses desafios, ainda acreditamos que a companhia apresenta boa perspectiva de retorno de médio prazo e, apesar de um pouco menor, ainda mantemos o Itaú como uma das maiores posições do fundo.

Equatorial

Acompanhamos a companhia desde seu IPO em 2006 e já tínhamos sido acionistas, participando, inclusive, do conselho fiscal em anos anteriores ao atual investimento.

A Equatorial abriu o capital dois anos depois de ter sido adquirida pelo GP Investimentos. O único ativo operacional era a distribuidora de energia elétrica do Maranhão (Cemar), que tinha acabado de passar por um *turn around* financeiro e operacional impressionantemente rápido, aumentando o *Ebitda* em mais de 300% de 2004 a 2006.

O objetivo do IPO era captar recursos para repetir o *turn around* de sucesso feito na Cemar em outras distribuidoras com características similares: com operações em regiões de grande potencial de crescimento e com dificuldades financeiras e operacionais, onde a melhora da gestão pudesse alavancar melhores retornos. No entanto, nenhum dos ativos desejados foi vendido nos seis anos que se seguiram.

Ao longo desse período, fomos ficando cada vez mais bem impressionados com a qualidade da gestão da empresa. Foi desenvolvida uma forte cultura de dono, com processos e controles internos bastante eficientes, que permitiram uma virtuosa conjunção de meritocracia e satisfação dos empregados e clientes com a melhora da qualidade do serviço. Esse processo levou a Cemar, de pior distribuidora de energia em termos de indicadores de qualidade em 2004, à 3ª melhor em 2013. Ela, ainda, pelo quarto ano consecutivo, é a única companhia do Maranhão presente no ranking das melhores empresas para se trabalhar no Brasil, figurando, em 2014, na 18ª posição (Instituto Great Place to Work). Este grande sucesso se torna mais impressionante quando levamos em consideração que a Cemar é hoje uma das distribuidoras de energia mais rentáveis do país.

Por termos acompanhado de perto a companhia ao longo desses vários anos, acreditávamos na capacidade da equipe de implementar novo *turn around* e conseguir retornos diferenciados de forma sustentável, principalmente depois que a metodologia de revisão tarifária passou a ser por *benchmark*. Essa nova metodologia foi definida no 3º ciclo de revisão tarifária (2011-2013) e, resumidamente, define a tarifa baseada nas despesas, perdas e inadimplência médias das distribuidoras brasileiras. Como acreditamos que as distribuidoras administradas pela Equatorial conseguirão ser mais eficientes do que a média do setor, ainda mais se considerarmos que parte relevante dele ainda permanece sobre controle estatal, isso se traduziria em retornos altos e sustentavelmente acima do regulatório.

Finalmente, em meados de 2012, apareceu a oportunidade que a Equatorial vislumbrava com o IPO em 2006. Uma grande empresa do setor, o Grupo Rede, com participações em distribuidoras de energia, sofreu intervenção da Anel e entrou em recuperação judicial. Começamos a montar nossa posição, no meio de 2012, com esse pano de fundo e imaginando que aumentaríamos a exposição em um eventual aumento de capital que ocorreria caso alguma aquisi-

ção se materializasse, já que o dinheiro captado no IPO foi devolvido aos acionistas na forma de dividendo em 2008, quando a possibilidade de alguma aquisição parecia mais distante.

Em dezembro de 2012, foi finalizada a compra da Celpa (distribuidora do estado do Pará) e realizado um aumento de capital. Ao longo daquele mês, finalizamos a montagem da posição, acreditando que a Celpa poderia ser tão rentável quanto a Cemar, o que representaria um grande *upside* no período de 2,5 anos, prazo em que acreditávamos que o *turn around* estaria bastante avançado e seria praticamente finalizado com a revisão tarifária da Celpa em agosto de 2015.

Desde nosso investimento em meados de 2012, boa parte da criação potencial de valor da aquisição da Celpa já foi precificada, mas ainda acreditamos haver algumas boas opções de *upsides* vindas de melhor gestão regulatória e de *capex* que devem ser capturados na revisão tarifária de 2015. Nossa avaliação é que a melhora operacional da Celpa está dentro das nossas expectativas, o que é bastante positivo, uma vez que estamos acostumados a ver mais notícias negativas em casos de M&A. Mas o que vem realmente nos surpreendendo ao longo de 2014 é a melhora da rentabilidade da Cemar, que, já partindo de um nível alto, vem entregando adicionais reduções de despesas e de perdas de energia e melhorias na qualidade do serviço, o que faz com que fiquemos mais otimistas com o potencial de rentabilidade que a Celpa poderá atingir no futuro.

Além da maior eficiência de Cemar e Celpa, também vemos como *upside* possíveis compras de novas distribuidoras. Acreditamos ser provável que a companhia tenha sucesso em novas aquisições nos próximos meses já que é uma das empresas mais bem posicionadas no Brasil para aproveitar eventuais oportunidades.

Desde o início de 2013, o Grupo Eletrobrás vem manifestando o desejo de vender à iniciativa privada algumas ou todas as sete distribuidoras que controla, dentre as quais estão CEPISA (Piauí) e CEAL (Alagoas), que sempre foram ativos de grande interesse para a Equatorial. A Eletrobrás precisa urgentemente endereçar sua necessidade de caixa e a venda do *business* de distribuição, que consome quase R\$ 2 bilhões por ano, nos parece ser a forma mais fácil de conseguir isso.

Ao longo de 2014, reduzimos a posição perto do final do período de chuvas no Brasil (março/abril), quando avaliamos que a probabilidade de racionamento estava muito alta. Os reservatórios terminaram o mês de março no mesmo nível que no ano de 2001, quando enfrentamos o último racionamento de energia no país.

Mesmo sendo incerto o impacto de um eventual racionamento, já que o *business* de distribuição teria direito a um reequilíbrio financeiro através de aumento de tarifa para compensar a queda de volume imposta, preferimos reduzir a exposição por acreditarmos que o Governo teria extrema dificuldade de equacionar um agravamento da crise no setor.

Nos meses seguintes, houve uma grande desaceleração da demanda, consequência da queda da atividade econômica e da alta nos preços de curto prazo de energia, que, somada a um volume de chuva acima da média na região sul, permitiu que os reservatórios chegassem em novembro (final do período seco no Brasil) a 19% no consolidado do país e 16% na região sudeste. Nas nossas estimativas, a queda da demanda a partir, principalmente, de junho permitiu que os reservatórios terminassem novembro 5% acima do que o originalmente estimávamos e as transferências de energia do sul para o sudeste permitiram que os reservatórios do sudeste fossem poupados em aproximadamente 7%. Sem o primeiro efeito, terminaríamos novembro com reservatórios de 14% no consolidado do país e, sem o segundo, com 9% na região sudeste. Sem os dois efeitos, teríamos 9% no consolidado. E, nesse caso, ainda estamos considerando uma afluência de 128% da média histórica no sul versus a quantidade de 143% que de fato ocorreu entre janeiro e novembro de 2014. Nesses cenários, seria muito provável a necessidade de um programa de redução de consumo.

No segundo semestre do ano, à medida em que esses fatores citados acima foram reduzindo o risco de racionamento, voltamos a aumentar a posição para perto de 10% do fundo. Atualmente, como estamos diante do início do período úmido, a probabilidade de precisarmos de racionamento volta a ficar muito dependente do volume de chuva até março de 2015, mas analisando o histórico de precipitação dos últimos 84 anos, a chance de não haver necessidade de racionamento está, no momento, significativamente maior do que a de haver.

O ano de 2014 foi bastante complicado para o setor elétrico. O risco de racionamento levou ao pleno funcionamento das termelétricas e à elevação do preço *spot*, gerando uma conta de aproximadamente R\$ 100 bilhões que precisou ser dividida entre agentes e parcelada em vários anos. Infelizmente, 2015 deverá ser mais um ano difícil. Nossa expectativa é que, se confirmando um ano mais chuvoso, poderemos ter, apenas em 2016, o início do alívio financeiro no setor.

Mesmo diante desse risco, que monitoramos de perto e eventualmente ajustaremos a posição de acordo com seu desenvolvimento, e da boa performance da ação, continuamos entusiasmados com o investimento. A empresa deve

apresentar resiliência nos resultados mesmo no cenário adverso em que se encontra a economia e, particularmente, o setor, além de podermos ter alguma surpresa positiva como as que citamos anteriormente.

Technos

A Technos é a empresa líder do segmento de relógios no Brasil. Possui o maior faturamento e as maiores margens do setor. A companhia realizou uma oferta primária em 2011 com o intuito de diversificar seu portfólio de marcas e canais, consolidar o setor e ampliar suas áreas de atuação com foco nos segmentos de óculos escuros e acessórios.

No início do segundo semestre de 2012, a empresa anunciou seus dois primeiros passos: a assinatura do contrato de licenciamento da marca TIMEX e a aquisição da Touch, atingindo parcialmente o objetivo de avançar na diversificação de marcas e, principalmente no caso da Touch, de canal (segmento de franquias, no qual a empresa estava dando seus primeiros passos com os quiosques Euro e Time Center). Ainda no final de 2012, a Technos lançou mais uma marca própria, a Allora.

Em março de 2013, a empresa anunciou a aquisição do 5º maior player local, a Dumont. Essa compra garantia o acesso a duas importantes marcas locais, Kondor e Dumont, e ao portfólio licenciado da Fossil. A Fossil é a maior empresa de relógios dos Estados Unidos e grande *benchmark* para a Technos, representando as marcas Michael Kors, Armani, Fossil, Diesel, Adidas entre outras.

Logo após a compra, as ações da empresa atingiram seu ápice. As expectativas dos ganhos de sinergia e *cross selling* entre as marcas, entretanto, não levavam em conta todos os tradicionais desafios de execução. Naquele momento, não somente existia o elevado risco de execução atrelado à integração da Dumont, como todo o desafio da gestão comercial das marcas novas, lançadas ou adquiridas em 2012, assim como da gestão das marcas já maduras da empresa.

Os primeiros resultados após a aquisição frustraram as elevadas expectativas do mercado. O preço da ação caiu consideravelmente, atingindo um patamar que nos pareceu uma boa oportunidade de investimento. Imaginávamos, naquele momento, que, a despeito do difícil cenário para as empresas de consumo em 2014 e 2015, a empresa teria diversas oportunidades internas de ganho de *market share* e crescimento de receita, assim como retomada de rentabilidade, que vinha sofrendo em função dos diversos lançamentos, da liquidação do modelo troca pulseiras e com os custos da integração.

O que vimos em 2014 foi uma série de dificuldades: ambiente competitivo pior, nível de estoques da empresa e da indústria muito altos, *cross selling* das marcas Kondor e Dumont muito abaixo das expectativas, vendas piores que as esperadas e perda de *market share*, em especial pela má performance das marcas Euro e Touch. Do lado positivo, tivemos a recuperação parcial dos níveis de rentabilidade da empresa, decorrido do início de um programa mais agressivo de corte de custos e uma elevada geração de caixa com a normalização dos níveis de estoque.

Outro fato importante ocorrido em 2014 foi a troca do diretor executivo, que deu lugar ao até então diretor financeiro da empresa. Com o novo CEO, novas estratégias e novos projetos ganharam força. Os principais esforços para o novo executivo serão garantir melhor controle do canal varejo, melhoria da rentabilidade da empresa e melhora na gestão de estoques em toda a cadeia, não somente na indústria.

Todas as dificuldades e frustrações enfrentadas no ano de 2014 levaram a uma grande revisão dos múltiplos que a empresa negocia e das expectativas de lucro para os próximos anos. Esses fatores explicam o péssimo desempenho das ações.

Olhando para frente, acreditamos que a empresa está mais bem organizada e preparada para enfrentar um ambiente de menor crescimento e pressão de custos em função da alta do dólar. Não vemos neste case um problema estrutural, e sim uma situação conjuntural mais difícil. Acreditamos que parte dos problemas internos enfrentados em 2014 já estão corrigidos ou com as soluções bem endereçadas, e que a agressividade dos competidores diminuirá, movimento explicado pelos menores estoques na cadeia e pelos balanços já bem alavancados do setor.

As condições de mercado adversas e a iliquidez da ação não ajudam no curto prazo a recuperação de seu preço. No entanto, achamos que o preço atual oferece uma boa margem de segurança para o investimento uma vez que reflete um cenário praticamente sem crescimento de resultados.

Em 2014, por exemplo, em nossas estimativas, a empresa gerará quase R\$ 90 milhões de caixa, o equivalente a quase 15% do seu valor de mercado. Para 2015, em nosso cenário base, projetamos uma geração de caixa da ordem de R\$ 70 milhões.

O negócio da Technos é bom. Tem retornos históricos e correntes altos e gera caixa. A empresa anunciou programa de recompra e ainda apresenta elevado *dividend yield*. Novos passos estratégicos não devem ser descartados, sejam novas aquisições ou até mesmo um fechamento de capital.

Even e Tecnisa

Apesar de não acreditarmos em um cenário especialmente forte para o segmento de incorporação residencial em 2014, considerávamos que alguns fatores específicos poderiam compensar os desafios do lado macroeconômico e que nosso *basket* de *real estate* performaria bem ao longo do ano.

No início de 2014, as ações já negociavam com *valuations* que considerávamos atrativos (P/BV médio de 1,05). A geração de caixa prometia ser bastante relevante ao longo do ano, mesmo em um cenário fraco de vendas por conta da grande quantidade de entregas de empreendimentos das safras lançadas entre 2009 e 2011 e que estavam com suas obras sendo finalizadas.

Tínhamos a expectativa de um cenário alinhado ao do ano de 2013 para o setor. Longe de ser espetacular em termos de volume e velocidade de vendas, 2013 veio dentro das expectativas das companhias. Naquele ano, o preço de imóveis subiu em patamar mais alinhado com a inflação (FIPE/ZAP 2013 +12,7% vs. INCC +8,05%) e o crescimento do PIB fechou o ano em 2,5%.

Mas o que vimos foi o mercado imobiliário significativamente mais fraco do que antecipávamos. De acordo com as estimativas do Secovi-SP, as vendas e lançamentos na cidade de São Paulo em 2014 devem fechar com queda de cerca de 30% e 25%, respectivamente. Além do impacto negativo da Copa do Mundo e das eleições neste ano, acreditamos que um motivo importante para a forte queda do mercado foi o desaparecimento de um segmento da demanda formada pelo investidor, que representava uma parcela expressiva desta durante os momentos de excesso de otimismo do final de 2009 até 2011, quando os preços dos imóveis subiam muito acima da inflação. Algumas tipologias de imóveis, como salas comerciais e apartamentos residenciais compactos, sofreram mais fortemente com a menor participação de compradores com o perfil de investidor. De acordo com o Secovi-SP, a venda de unidades de um dormitório na cidade de São Paulo caiu 47% até outubro de 2014 quando comparado ao mesmo período de 2013.

Olhando para trás, subestimamos o efeito do consumidor-investidor na demanda por imóveis nos últimos anos. Na verdade, esse cliente não só deixou de demandar imóveis, como passou a competir em vendas com as incorporadoras, revendendo seus imóveis recentemente concluídos, ou distratando unidades compradas no passado recente que não tiveram forte apreciação de preço, o que provocou o aumento do estoque disponível para venda das incorporadoras.

Além do cenário de mercado pior do que imaginávamos, também erramos nas nossas premissas de geração de caixa das companhias, principalmente no caso da Tecnisa.

Na nossa carta 4T12 descrevemos um pouco o que ocorreu em 2012 durante o processo de revisões de orçamento de obras da Tecnisa e o que esperávamos pela frente com a entrega destas obras atrasadas e consequente forte geração de caixa. Acontece que as obras atrasaram mais que o novo cronograma revisado e a empresa encontrou dificuldades além do estimado para obtenção de licenças de habite-se em vários de seus empreendimentos.

Tudo isso postergou de forma importante a geração de caixa da companhia, ampliando seu endividamento e provocando uma perda relevante no valor de seus ativos líquidos de dívida (*NAV-Net Asset Value*). Nossa expectativa, no início de 2014, era de uma geração de caixa de R\$ 400 milhões. Porém, o que devemos observar é um consumo de caixa de R\$ 200 milhões excluindo venda de terrenos. Como cada mês em que o caixa não entra tem um custo financeiro para companhia de mais de 1%, esse atraso provoca um custo que estimamos em cerca de R\$ 80 milhões, podendo ser ainda maior se o descasamento temporal entre o que projetamos e o caixa efetivo durar mais de um ano. Essa decepção, além de consumir caixa, contribui para colocar em xeque a capacidade gerencial da companhia de efetivamente transformar todos os seus recebíveis em caixa. Esses atrasos ainda causam um prejuízo adicional, podendo ampliar os passivos potenciais de indenizações a clientes, um problema difícil de mensurar. Sabe-se que a companhia provisiona esses passivos, mas dependendo do andamento das disputas judiciais, ele pode ser significativamente maior.

Hoje, certamente, somos mais céticos com a capacidade da empresa em monetizar seus recebíveis para fazer frente a seus passivos financeiros, que nos últimos 12 meses subiram de forma importante.

Em relação à Even, o mercado mais difícil impactou sua rentabilidade. Ainda assim, permanecemos confortáveis com a combinação de risco vs retorno das ações da empresa, mesmo diante de um cenário que se apresenta muito difícil para o segmento em 2015.

A empresa deve fechar 2014 com lançamentos e vendas cerca de 25% menores que 2013. Mas a geração de caixa deve fechar em R\$ 120 milhões. Isso ocorreu em um ano em que a companhia acelerou a aquisição de terrenos em São Paulo, seu principal mercado, em antecipação às regras do novo Plano Diretor que entrou em vigor no meio de 2014.

Para 2015 acreditamos, ao menos, na manutenção do nível de geração de caixa deste último ano; e em uma forte queda no desembolso com terrenos, dado o robusto banco de terrenos já em carteira. Isso levaria a uma geração de caixa de mais R\$ 300 milhões em 2015, ou mais de 25% do valor de mercado da empresa. Nas nossas simulações, três anos de geração de caixa são suficientes para retornar todo nosso investimento na companhia, considerando um cenário de vendas e lançamentos em um patamar semelhante ao de 2014.

Muito se comenta sobre a real motivação da empresa como uma *corporation* em retornar o caixa gerado a seus investidores. Vale destacar que, em 2014, a empresa pagou R\$ 67 milhões em dividendos em abril e recomprou 4,8% do seu capital social (cerca de R\$ 65 mm), volume total bastante alinhado à geração de caixa do ano, próximo a R\$ 120 milhões. Portanto, apesar de todo receio, a alocação de capital até aqui tem sido satisfatória - *So far, So good*.

Ao longo do ano, fomos reduzindo nossa exposição em *real estate*, dado o nosso receio de que um cenário macroeconômico mais recessivo afete ainda mais o setor, ao mesmo tempo em que temos concentrado nosso investimento no setor em Even que, a nosso ver, apresenta os melhores fundamentos.

Negociando a 0,60 x P/BV, com alavancagem financeira adequada, gestão competente e sem grandes passivos de safras problemáticas, que têm se mostrado de solução mais difícil e lenta que o esperado, achamos a proposição de valor do ativo bem interessante.

Gerdau

Esperávamos, para 2014, um ano de recuperação da demanda por aço e da melhora na rentabilidade nas operações da Gerdau nos EUA; e uma manutenção da boa rentabilidade apresentada pela empresa no Brasil ao longo do segundo semestre de 2013. Entretanto, a operação brasileira teve, neste ano, sua rentabilidade bastante comprimida pela combinação de demanda interna mais fraca e queda nos preços internacionais do aço.

A demanda de aços longos no Brasil, que no início do ano era esperada que crescesse 4,5% (estimativas do IABR-Instituto Aço Brasil), deve fechar 2014 com queda de quase 7%. O mercado de construção e industrial, mais fracos, foram os responsáveis por essa deterioração. Mas o principal impacto na rentabilidade das operações do Brasil veio da forte redução no preço do aço no mercado internacional, causada pela grande queda de preço dos principais insumos: minério de ferro e carvão, tendo o primeiro caído quase 50% em 2014. A Gerdau, que no início do ano chegou a anunciar um aumento de 8% para grande parte de sua linha de produtos no Brasil, teve que suspender o reajuste por causa da apreciação cambial gerada pelo otimismo em relação a uma possível vitória da oposição na corrida presidencial. Passada a eleição, o câmbio voltou a se desvalorizar, mas simultaneamente os preços do aço no mercado internacional caíram fortemente, o que fez com que o espaço para realinhamento de preços no mercado doméstico desaparecesse.

Ao longo deste ano, com a forte deterioração dos preços do minério de ferro, a produção siderúrgica via alto forno, que utiliza minério de ferro e carvão como insumos, vem ganhando competitividade em relação à produção de forno elétrico, que usa sucata como matéria-prima. Tradicionalmente, a produção de longos no mundo é abastecida por fornos elétricos, mas a China, com cerca de 90% de sua capacidade instalada de aço a partir do alto forno, vem ganhando competitividade neste segmento, o que é negativo para a Gerdau.

Entretanto, a China possui dificuldades para acessar os principais mercados da Gerdau. No caso do vergalhão, por exemplo, o produto chinês não consegue entrar nos EUA pela existência de barreiras tarifárias quase proibitivas (tarifa antidumping de 133%). Já no Brasil, como as especificações do vergalhão brasileiro são distintas do padrão mundial, o aço chinês, ainda que possa se adaptar ao nosso padrão, levaria algum tempo para que as usinas se tornassem aptas, necessitando de pequenos ajustes na fábrica e a homologação de produtos junto às entidades brasileiras competentes.

Além disso, o vergalhão exportado hoje pela China vinha contando com subsídios à exportação (rebate de taxas) de 13%, o que foi oficialmente eliminado no último dia de 2014. Excluindo esse benefício, ainda assim o produto chinês permaneceria mais competitivo que o turco, maior referência no mercado de aços longos e responsável por mais de

80% das importações de vergalhão do Brasil. Mas essa diferença de preço passaria de US\$ 100/ton. para US\$ 50/ton. e certamente reduziria o apetite das usinas chinesas para se adaptarem às restritas regras para comercialização de seus produtos no Brasil.

Vale considerar que as operações brasileiras da Gerdau possuem uma estrutura produtiva bem flexível. Com metade da sua capacidade de aço bruto vindo de alto fornos (consumindo minério e carvão) e a outra metade vinda de fornos elétricos (a base de sucata), a empresa pode ajustar sua produção à melhor combinação de custos possível. É o que ela tem feito atualmente, operando perto da plena capacidade a sua usina integrada (Açominas) e reduzindo sua produção nos fornos elétricos. Esse redirecionamento de produção tem o benefício adicional de derrubar a demanda por sucata, contribuindo para quedas de preço do produto. O que ocorreu recentemente no Brasil foi que o preço de aço longo ficou estável em reais, mas os insumos caíram contribuindo para melhorar os *spreads*² da operação da companhia na região. Mas como essa queda só ocorreu neste segundo semestre e os insumos, em especial a sucata, possuem uma defasagem natural para impactar os resultados financeiros, esses benefícios ainda não se refletiram nos últimos resultados já divulgados.

Mais recentemente, houve uma nova desvalorização cambial na moeda de emergentes e no atual patamar de câmbio e mantidos os preços do aço no mercado internacional, reajustes nos preços de aços longos no Brasil neste início de 2015 são prováveis.

Com relação ao mercado americano (que representa cerca de 25% do EBITDA consolidado da Gerdau), após um início de ano fraco, os volumes e a rentabilidade da operação melhoraram, mas ainda acreditamos que os melhores dias estão por vir.

Em 2014, apesar do forte aumento na demanda aparente por aço nos EUA (na faixa de 10% a.a.), ela foi basicamente absorvida por produtos importados, que ampliaram de forma relevante sua presença no mercado americano, atingindo um *market share* muito próximo aos picos dos anos de 2006 e de 1998. Vale também observar que o segmento de maior exposição da Gerdau nos EUA, o de construção, é o único em que a demanda por aço ainda se encontra bem abaixo do nível pré-crise (mais de 35% abaixo de 2007). E a expectativa média de Bancos e Consultorias que analisam o setor é de que a demanda por aço nesse segmento deva crescer em média a 7-8% aa nos próximos três anos. Como a margem da operação norte americana da Gerdau é baixa (8 a 9%) e com custos fixos representando 25% dos custos e despesas, o crescimento no volume de vendas nesse ritmo tende a incrementar de forma importante os resultados mesmo em um cenário de manutenção dos *spreads* metálicos². Nesse cenário de volume crescendo de 7-8% aa, é possível que o EBITDA cresça 25% aa em dólares, dada a forte alavancagem operacional.

Demanda por aço EUA ('000 ton)		2007	2013	2014E	2015E	2016E	2014 vs. 2007
Automotivo	15,127	14,940	15,523	15,822	15,539		
% a/a		2.2%	3.9%	1.9%	-1.8%		2.6%
Construção	46,432	28,442	29,466	31,896	34,207		
% a/a		5.7%	3.6%	8.2%	7.2%		-36.5%
Energia	3,917	9,338	11,162	11,673	11,762		
% a/a		19.5%	4.6%	0.8%			185.0%
Centros de Serviços	38,624	41,350	46,254	47,192	47,615		
% a/a		11.9%	2.0%	0.9%			19.8%
Industrial e outras	15,426	20,708	24,001	25,037	25,899		
% a/a		15.9%	4.3%	103.4%			55.6%
Demanda Total	121,432	114,778	126,406	131,620	135,022		
% a/a		-1.0%	10.1%	4.1%	2.6%		
Exportação	11,100	12,662	11,987	12,357	12,137		
% a/a		-5.3%	3.1%	-1.8%			
Importação	33,200	32,047	42,280	37,477	36,715		
% a/a		31.9%	-11.4%	-2.0%			
Produção doméstica	99,332	95,393	96,113	106,500	110,444		
% a/a		0.8%	10.8%	3.7%			-3.2%

Fonte: AISI, Credit Suisse. Projeções: Credit Suisse

Olhando para frente, vemos um cenário bem fraco para a demanda de aços longos no Brasil, mas no atual patamar de câmbio e com a flexível estrutura produtiva da Gerdau no país, acreditamos que a empresa seja capaz de apresentar rentabilidade e margens interessantes mesmo em um ambiente de mercado retraído. Nos EUA, como já mencionado, a tendência é de continuidade do processo de recuperação de volumes e margens.

Diferentemente do que ocorreu no ano passado, não acreditamos em quedas adicionais acentuadas nos preços dos insumos minério de ferro e carvão, o que levaria a uma queda importante no preço do aço no mercado internacional.

² Spreads metálicos: diferença entre o preço de comercialização do aço e o custo de seu principal insumo produtivo, a sucata, em uma operação de forno elétrico (*mini-mill*).

Os preços de ambas as matérias-primas já estão próximos ao custo de produção de *players* relativamente eficientes. Quedas relevantes no preço delas levariam a uma saída de produtores que representam perto de 30% destes mercados.

Vale destacar que diante do cenário siderúrgico desafiador, a Gerdau vem promovendo ajustes em suas unidades produtivas em todo o mundo, racionalizando sua estrutura e reduzindo investimentos em ativos fixos (capex). No preço atual, vemos bastante valor nas ações da companhia e boa margem de segurança no investimento a despeito das incertezas quanto à evolução da economia chinesa e seus impactos no setor siderúrgico mundial.

Conclusão

Gostaríamos de reafirmar nosso total comprometimento na busca de bons investimentos. Após um ano muito difícil em 2014, o cenário econômico deverá ainda influenciar negativamente o ambiente corporativo em 2015.

Poucos negócios têm perspectiva promissora para incremento de vendas ou expansão de margens. Em períodos como esse, focamos ainda mais os nossos esforços na busca por companhias resilientes, com negócios sustentáveis e que já precificam adequadamente a atual conjuntura de riscos. Evitar as grandes armadilhas de investimento contribui significativamente para o retorno acumulado de longo prazo

Agradecemos pela confiança e desejamos um excelente 2015 para todos.

Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
	lbovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	Studio FIC FIA	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61
	lbovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04
2011	Studio FIC FIA	-2.19	-1.12	3.52	0.01	1.27	-2.30	-3.82	-2.97	-2.28	6.00	-2.02	4.67	-1.79	33.17
	lbovespa	-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49	-2.51	-0.21	-18.11	-16.44
2012	Studio FIC FIA	5.42	6.14	0.43	-0.44	-4.22	0.55	1.05	2.94	2.61	-0.93	1.42	2.98	18.99	58.46
	lbovespa	11.13	4.34	-1.98	-4.17	-11.86	-0.25	3.21	1.72	3.70	-3.56	0.71	6.05	7.40	-10.26
2013	Studio FIC FIA	0.69	1.59	-0.49	1.47	-1.14	-5.70	2.51	2.24	3.34	4.54	0.20	-1.85	7.24	69.94
	lbovespa	-1.95	-3.91	-1.87	-0.78	-4.30	-11.31	1.64	3.68	4.65	3.66	-3.27	-1.86	-15.50	-24.16
2014	Studio FIC FIA	-6.57	-0.86	2.88	-0.10	-0.11	1.26	1.46	5.36	-10.01	0.12	2.93	-4.80	-9.12	54.43
	lbovespa	-7.51	-1.14	7.05	2.40	-0.75	3.76	5.00	9.78	-11.70	0.95	0.18	-8.62	-2.91	-26.37

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 125.9 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 177.2

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 466.2

*** Atualizado até 31/12/2014

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação :	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate :	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livres
Informações Bancárias:	Fundo fechado para aplicações

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	22%
Consumo	20%
Energia Elétrica	10%
Siderurgia	6%
Petroleo	5%
Construção	4%
Industrial	4%
	70%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	7%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	22%
> R\$10 bi	41%
	70%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	9%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	15%
> R\$20 mm	46%
	70%

*Dados atualizados em 31-dez-2014

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.
 CNPJ: 11.006.650/0001-60
 Av. Niemeyer 2, Sala 103
 Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450-220
 www.studioinvest.com.br
 contato@studioinvest.com.br
 Tel: (21) 3554-0600
 Fax: (21) 3554-0606

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
 CNPJ: 02.201.501/0001-61
 Av. Presidente Wilson 231, 11º andar
 Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030-905
 www.bnymellon.com.br/sf
 SAC: sac@bnymellon.com.br
 ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
 Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.