

Carta 14 – 2015

Studio Investimentos

Pelo sexto ano consecutivo estamos utilizando este espaço para prestar contas sobre o fechamento de mais um ano da Studio. Assim como nos anteriores, trataremos dos destaques de contribuição positiva e negativa para a performance do ano. Porém, antes disso, gostaríamos apenas de reforçar que após a performance decepcionante de 2014, tiramos algumas lições, reforçamos muitas convicções e saímos seguramente mais fortes e maduros.

A economia brasileira encerrou 2015 ainda mais fragilizada do que os mais pessimistas previam no começo do ano. Ainda assim, conseguimos entregar uma performance absoluta significativa (10,4% no Studio 30 e 5,9% no Studio FIC) e uma geração de alfa bastante relevante quando comparamos com a performance dos índices de bolsa (-13,3% Ibovespa, -12,4% IBX).

Assim como ressaltamos no ano passado, seguimos convictos de que somos capazes de obter elevados retornos no longo prazo, atendo-nos aos fundamentos na análise das empresas e sempre buscando alternativas de investimento que justifiquem o custo de oportunidade do dinheiro, sem cair nas armadilhas impostas por rótulos da indústria que entram e saem de moda como “*small cap*”, “*value*”, “*dividend*”, “*fully invested*”, entre outros.

O patrimônio administrado pela Studio no final de 2015 totalizava R\$ 356 milhões, investidos por mais de 500 clientes. Desde seu início, em 25 de novembro de 2009, o Studio FIC FIA acumula alta de 63,6% contra queda de 36,2% do Ibovespa e 15,9% do IBX.

Performance

Ao longo dos próximos parágrafos, destacaremos as principais posições que impactaram positivamente a rentabilidade do fundo em 2015, assim como duas posições que se destacaram negativamente.

Equatorial

A melhor contribuição para performance do ano foi também a maior posição da carteira no período.

Como falamos mais longamente sobre a Equatorial na carta de 2014 vamos apenas fazer um *overview* do que aconteceu no ano e o que esperamos para o futuro.

Citamos, no final de 2014, que víamos quatro possíveis *upsides* para o investimento: 1) Continuidade na evolução de eficiência operacional na Cemar; 2) Avanço do *turnaround* na Celpa; 3) Processo de revisão tarifária da Celpa; 4) Aquisições de novas distribuidoras.

Os resultados operacionais de Cemar e Celpa de fato continuaram evoluindo e a revisão tarifária da Celpa foi mais positiva do que esperávamos inicialmente, já que foi reconhecida uma base de remuneração acima do que prevíamos. O evento de revisão tarifária, que ocorre a cada quatro anos, é um dos maiores riscos das empresas de distribuição de energia elétrica e, naturalmente, na medida em que se tem sucesso nessa etapa, o risco operacional da companhia é reduzido de forma substancial.

O quarto item citado foi o único que nos frustrou. Não houve nenhuma distribuidora vendida no ano e mais uma vez houve atraso no processo de venda das distribuidoras da Eletrobrás. No momento, a venda da Celg está marcada para o primeiro trimestre de 2016 e a Eletrobrás continua afirmando veementemente que venderá as outras empresas em seguida.

A situação fiscal dos governos (federal e estaduais) juntamente com as novas regras para renovação de concessão aprovadas esse ano, que exigem metas de evolução na qualidade de serviço e alavancagem financeira sob o risco de perda de concessão, criaram duas novas fontes de pressão para venda das empresas estatais que não têm tido performances satisfatórias.

Até o início de 2015, apenas as distribuidoras da Eletrobrás estavam no radar como possíveis alvos de venda, mas com essas duas novas variáveis citadas acima, juntamente com o cenário econômico e de crédito muito negativos, acreditamos que o número de distribuidoras que podem se candidatar para trocar de controlador aumente.

Outro importante desdobramento do ano de 2015 foi a redução do risco de racionamento, causada pela drástica desaceleração da demanda por energia (consequência da desaceleração econômica). Atualmente vivemos um início de período chuvoso bastante favorável e demanda ainda em desaceleração, fatores que parecem desenhar um cenário de sobra de energia para os próximos anos e deve permitir que parte da alta das tarifas dos últimos dois anos seja revertida.

Olhando para o futuro, prevemos uma melhora das perdas comerciais na Celpa com a convergência para a meta regulatória em 2017, principal objetivo pendente do *turnaround*, e não contabilizamos ganhos adicionais de eficiência na Cemar e Celpa. Acreditamos que houve uma redução relevante do risco da empresa ao longo do ano por três principais motivos: menor risco de racionamento, revisão tarifária da Celpa e maior confiança na capacidade da companhia de realizar *turnarounds* (depois do segundo processo quase completo com grande sucesso). Mesmo com premissas que não contemplam os possíveis *upsides* de melhoras operacionais adicionais e novas aquisições, avaliamos que o retorno do investimento ainda é muito bom comparado ao seu risco. Com as surpresas positivas de 2015, ainda esperamos retornos parecidos com o que esperávamos no início do ano.

O posicionamento relativo da companhia para futuras aquisições ainda se fortaleceu já que, depois da crise do setor e do país, a Equatorial é uma das poucas distribuidoras que conseguiu manter intacta sua capacidade financeira.

Industriais – Tupy, Mahle Metal Leve e Marcopolo

Conforme destacamos na nossa última carta, “Em busca de um novo ponto de equilíbrio”, já vínhamos desde o início de 2015 negativos com as vendas de veículos no Brasil. Assistimos, de 2003 a 2013, a um crescimento da venda de veículos (leves e pesados) sem precedentes, proporcionado pela queda de juros, alongamento do prazo de financiamento e aumento de renda salarial do brasileiro. Subsídios do Governo ao setor, como redução de IPI para leves e adoção do PSI com juros subsidiados do BNDES para veículos pesados, turbinaram ainda mais as vendas nestes últimos anos.

Dessa forma, esperávamos mais um ano de forte retração de vendas de veículos no Brasil em 2015. Ainda assim estávamos construtivos com algumas empresas do segmento industrial que poderiam se beneficiar de um câmbio mais desvalorizado resultante do nosso déficit fiscal estrutural e da piora consistente dos nossos termos de troca com a forte queda dos preços das commodities. Nesse sentido, aumentamos nossa posição em Tupy, que carregávamos desde sua oferta pública de ações em outubro de 2013, e iniciamos uma posição em Mahle Metal Leve em abril do ano passado.

A Tupy possui mais de 70% da sua receita vinda do mercado externo, sobretudo da América do Norte, por isso, representa uma opção interessante para aproveitar o ganho de competitividade do segmento industrial do Brasil. Além da receita em moeda forte, a boa alavancagem operacional, proporcionada pela parcela relevante dos custos das plantas brasileiras serem em reais¹, representa uma boa oportunidade de melhora de rentabilidade. Ainda assim, a empresa enfrentou um mercado doméstico muito difícil em 2015, com as vendas caindo ao redor de 30% em volume, e, no mer-

¹ 60% da produção total da empresa é realizada no Brasil.

cado externo, o segmento de *offroad* (máquinas para construção, mineração e agrícola) também teve desempenho muito fraco (queda em magnitude parecida). O setor de máquinas de mineração da Caterpillar, cliente importante da Tupy, está em processo de queda forte há mais de 2 anos com o fim do “super-ciclo” das *commodities*. Já o setor de máquinas agrícolas nos EUA tem sofrido da “ressaca” após o período de fortes investimentos em renovação de maquinário pelos agricultores nos últimos anos. Por conta disso, o volume total de vendas da Tupy a ser anunciado no seu demonstrativo anual de 2015 deverá confirmar uma queda de mais de 10% em relação ao ano anterior. Por outro lado, sua receita deve crescer 10%, ajudada pela evolução cambial, e o *ebitda* próximo de 20%, mesmo com gastos extraordinários decorrentes do processo de implementação do SAP.

Ainda estamos bastante animados com o futuro da companhia e vemos em 2016 um ano bom a despeito da continuidade de deterioração nos mercados que discutimos acima (brasileiro e *offroad*). O mercado brasileiro não deve prejudicar tanto os resultados da empresa, já que o Brasil representou menos de 20% da receita da companhia em 2015 e a base de produção de veículos já se encontra bem mais deprimida. Adicionalmente, o segmento *offroad* também deve ter queda bem mais contida que a apresentada no ano de 2015. Os demais segmentos da Tupy devem continuar apresentando boas perspectivas com a contínua recuperação da construção não residencial americana, que alavanca as vendas dos caminhões classe 3-7, principal segmento da companhia e com a maturação de novos contratos como o motor Nano da Ford e o EA-888 da Audi/VW, que em 2016 ainda vão estar em fase de *ramp up*. Tudo isso aliado a um câmbio mais desvalorizado e a um menor desembolso de *capex*, já que os principais investimentos orgânicos já foram executados nos últimos 5 anos, nos leva a ver a empresa negociando a 13% de FCF *yield* para 2016.

A Mahle Metal Leve também nos parecia mais protegida de uma queda forte do mercado doméstico, já que as receitas com vendas para montadoras no Brasil representavam 35% da receita total da empresa em 2014. Outros 26% eram representados por vendas para o mercado de reposição doméstico, mais resiliente, pois suas vendas estão mais relacionadas à manutenção da frota circulante, sempre mais estável. Os demais 39% vinham de vendas para o mercado externo, segmento em que a empresa se beneficiaria da desvalorização cambial para incrementar suas vendas em reais e da alavancagem operacional, com o aumento de sua competitividade pela parcela relevante dos seus custos denominados em reais. Mas a empresa possuía alguns desafios que compensavam alguns dos efeitos positivos acima mencionados: um deles era o aumento do custo de energia. Além do aumento geral com a elevação da CDE³ e outros encargos setoriais (aumento médio de mais de 30% na conta de energia para consumidores industriais), a empresa também teve o vencimento do contrato que abastecia sua principal planta industrial no meio de um cenário de racionamento iminente, o que onerou de forma importante sua recontração. Mesmo com esses desafios e enfrentando um mercado doméstico com queda forte de produção de veículos, a empresa conseguiu ganhar *market share* no mercado brasileiro e a exportação tem se beneficiado pelo câmbio desvalorizado, permitindo que a receita da companhia tenha crescido 7% no difícil ano de 2015, com *ebitda* crescendo perto de 11%. Para o futuro, acreditamos que a empresa vá aumentar volume de vendas no mercado externo à medida em que a empresa ganhe novos contratos dada a grande competitividade operacional da companhia hoje². Apesar das perspectivas ainda favoráveis, após a alta dos papéis da empresa ao longo de 2015, temos hoje uma menor margem de segurança no atual patamar de preço das suas ações e optamos por concentrar nossos investimentos no segmento industrial em Tupy e Marcopolo.

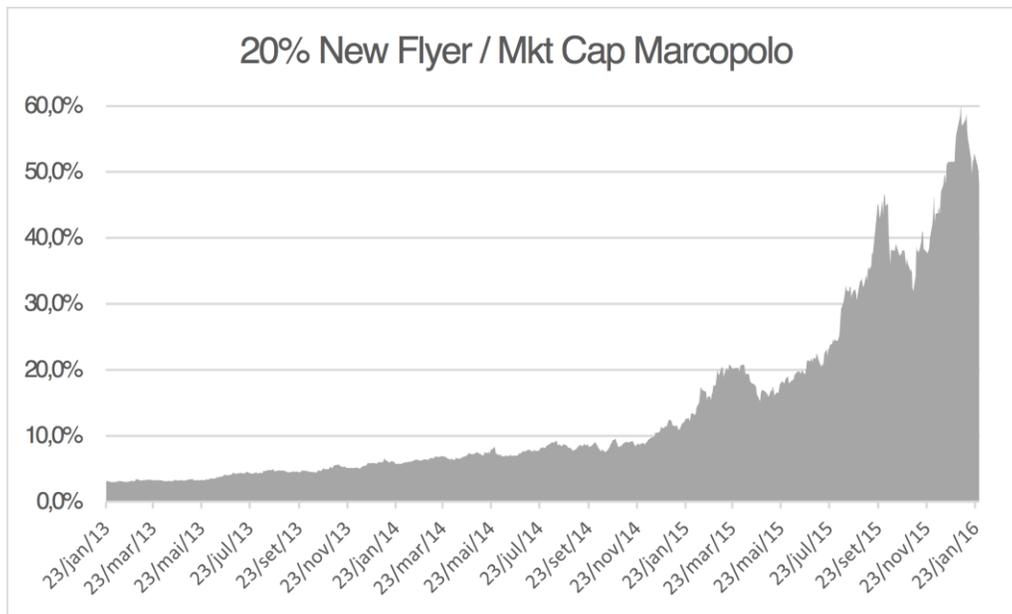
A Marcopolo é uma empresa que acompanhamos há anos. Já fomos seus acionistas entre 2009 e 2010 com contribuição positiva para a performance do fundo. Depois de passar por 4 anos de resultados extraordinários, a empresa, desde 2014, começou a sentir os efeitos da queda brusca do mercado brasileiro e, em consequência, um ambiente competitivo mais acirrado. Por conta disso, as ações da empresa caíram cerca de 75% em relação ao final de 2013 e, em outubro, quando as ações da empresa já acumulavam queda de 50% no ano, iniciamos nosso investimento. Com toda a queda das vendas de ônibus no mercado local em 2015 (queda próxima de 40%), a receita derivada do mercado doméstico deve representar menos de 50% da receita reportada pela empresa (segundo IFRS). Se fôssemos considerar receita proporcionalmente consolidada de suas participações em *Joint Ventures* e coligadas (como a New Flyer), esse percentual de receita no mercado brasileiro cai para abaixo de 30%. Portanto, temos atualmente uma empresa menos suscetível

² A Mahle, com sede na Alemanha, direciona os pedidos para suas subsidiárias mais competitivas. Entre elas, está a Mahle Metal Leve, que atualmente se encontra em posição vantajosa em relação às demais subsidiárias do grupo por conta do real depreciado.

³ Conta de Desenvolvimento Energético

a eventuais quedas adicionais de vendas no mercado brasileiro. Vemos ainda um grande espaço para a Marcopolo reconquistar mercados perdidos durante o período de real valorizado (2007-2014) e otimizar sua estrutura produtiva no Brasil, fechando postos de trabalho e linhas/unidades fabris, para se adequar a um mercado mais fraco.

No exterior, vale destacar a performance da empresa norte-americana New Flyer, da qual a Marcopolo comprou 20% de participação em janeiro de 2013. Desde então, a empresa promoveu uma forte consolidação no mercado de ônibus urbano nos EUA e recentemente adquiriu o maior *player* no segmento rodoviário americano. Desde que a Marcopolo comprou a New Flyer, a empresa subiu 165% em dólares canadenses ou 270% em reais. Com a queda forte das ações da Marcopolo nesse período, a participação de 20% da New Flyer que, em janeiro de 2013 representava 3% do valor de mercado da Marcopolo, hoje representa perto de 50%. Apesar de não acreditarmos na venda desse *stake* no curto prazo, ele certamente representa um colchão de liquidez importante para a companhia.



Acreditamos que a empresa volte a crescer seus resultados de maneira importante em 2016, auxiliada por câmbio mais atrativo, que melhora os resultados de suas operações internacionais e propicia a reconquista de novos mercados na exportação a partir do Brasil. Além disso, enxergamos oportunidades interessantes que poderão ser capturadas ao longo do tempo através de uma utilização mais otimizada de seus ativos industriais com reduções de custos fixos da companhia.

Cielo

A terceira maior contribuição para a performance em 2015 veio de uma velha conhecida do nosso fundo. As companhias do setor de adquirência já foram tema de uma carta específica em 2012 (Cielo e Redecard), e também detalhadas entre as maiores contribuidoras de performance na carta de 2011 e novamente na de 2013.

Na mais recente, reforçamos que nossa aposta sobre as elevadas barreiras de entrada no setor seria suficiente para prevenir o crescimento dos novos entrantes e garantir que os elevados retornos ficariam preservados enquanto os conflitos estruturais entre os interesses dos controladores da Cielo (Bradesco e Banco do Brasil) fossem mantidos adormecidos.

Durante os dois anos que se passaram desde aquele comentário, não tivemos evidências adicionais que fossem suficientes para elevar o nosso grau de desconforto com os controladores, que foi mantido apenas na categoria de vigília responsável. Não faltaram oportunidades para agir: a formação da Elo, a aquisição de uma operação do próprio Banco do Brasil, a enorme oportunidade com a antecipação de recebíveis, nenhuma dessas situações foi utilizada pelos controladores para deslocar retorno entre a operação de adquirência e a poderosa operação de varejo dos bancos controladores.

Se nossa preocupação com a relação entre controladores e minoritários não teve motivos para ser abalada, o lado regulatório tomou um caminho um pouco diferente e passou a ter posição de destaque em nossa lista de riscos do investimento. Algumas decisões em economias maduras como nos EUA, na União Europeia e na Austrália, nos parecem contribuir para encorajar o regulador nacional a testar atitudes tidas como pouco ortodoxas em um passado bastante recente.

No II Seminário Internacional de Arranjos e Instituições de Pagamentos realizado pelo Banco Central em novembro último, reforçamos nosso receio ao escutar em detalhe as experiências de todos estes países que realizaram intervenções diretas na formação de preço das tarifas (*interchange*, principalmente) e nos chamou atenção o fato de o Banco Central do Brasil ter destinado todos os convites a palestrantes que representavam autoridades responsáveis por intervenções relevantes em seus respectivos mercados.

Desde a abertura do mercado de aquisição com o fim das exclusividades em 2010, pouco mudou nas características mais relevantes dessa indústria. Cielo e Rede seguem representando entre 80-90% do mercado, a rentabilidade do negócio segue em níveis muito elevados e o preço para o cliente final não caiu (exceto em casos muito específicos).

O posicionamento dos dois *players* dominantes deste setor (Cielo e Rede) é tão forte, que mesmo sendo muito criativo, o regulador não terá uma tarefa fácil se quiser entregar para os estabelecimentos comerciais (clientes finais) os benefícios que poderiam existir em um mercado mais competitivo, como preços mais baixos, maior nível de serviço, inovações mais constantes, etc. Mesmo se houvesse uma tentativa de fixação de preço, a utilização de outros produtos e tarifas para compensar tal perda poderia compensar aquela potencial redução de rentabilidade.

Ao final de 2015, consideramos que o risco de uma postura mais intervencionista do BC não nos parecia estar precificada adequadamente e, conseqüentemente, reduzimos substancialmente nosso investimento na companhia. Seguiremos acompanhando atentamente a evolução do setor e da Cielo e torcendo para voltar a ter a oportunidade de investir novamente, com a margem de segurança adequada.

Grupo Pão de Açúcar

No nosso processo de análise e escolha por investimentos existem dois tipos de erros que sempre tentamos evitar. Por um lado, não podemos ficar excessivamente presos aos pequenos detalhes das companhias e menosprezar tendências maiores, sejam elas setoriais ou da economia como um todo. No diâmetro oposto, temos que evitar as escolhas baseadas unicamente nessa visão mais global e pouco pautadas na empresa e suas idiossincrasias. É um equilíbrio sensível e que não tem receita fixa.

Iniciamos o investimento no Grupo Pão de Açúcar (GPA) motivados pela visão de que teríamos um ano muito ruim para a economia e, particularmente, para o varejo. O investimento em GPA representava um porto mais seguro já que $\frac{3}{4}$ do *business* vinha do varejo de alimentos que sempre apresentou bastante resiliência. O bom posicionamento da empresa, traduzido em pontos de venda bem localizados e melhor execução do varejo que a maior parte dos concorrentes, deveria garantir a continuidade de ganho de *market share* no ainda muito pulverizado varejo alimentar brasileiro — estimamos que 50% do mercado ainda estejam na mão de *players* pequenos.

O diabo ficou nos detalhes, como descreveremos abaixo.

O varejo de alimentos não performou tão bem, perdendo *market share* para os principais *players*. Essa pior performance ainda tem causas que não estão completamente claras, mas acreditamos em algumas hipóteses. Após a saída de Abílio Diniz, a companhia passou por uma troca generalizada de *management*, e é muito provável que esse movimento radical tenha gerado um grande ruído e ruptura na operação. Outra possível explicação vem do fato de que desde a tomada total do controle pelo Grupo Casino, a companhia passou por um grande processo de aumento de margem bruta e redução de despesas. Inicialmente, o ganho de margem foi bem avaliado pelos investidores, que entenderam como cortes de “excessos” da gestão anterior, mas com a queda das vendas, começamos a suspeitar que as economias feitas geraram piora do serviço ou falta de preços competitivos e acabaram por afastar os clientes das lojas. Uma terceira explicação é a melhora da execução do maior competidor, o Carrefour, que depois de alguns anos enfrentando desafios, vem performando bem com lojas reformadas e maior assertividade no varejo.

Outra dinâmica que explica a pior performance relativa do GPA é sua maior concentração em formatos (hiper e supermercado) que têm perdido participação no varejo. Existe uma tendência mundial de maior crescimento de formatos mais polarizados, do lado de pouco serviço e melhor preço — o *Cash & Carry* (Atacarejo) no Brasil e *Hard Discount* no exterior — e, do lado oposto, com mais serviço, comodidade e maior preço nas lojas de vizinhança. Por mais estranho que pareça, essa tendência se acentua em época de crise econômica. O lado da *Cash & Carry* é mais fácil de entender pela oferta de preços baixos, mas as lojas de vizinhança se apresentam também como uma boa alternativa já que há uma tendência a compras menores para evitar qualquer tipo de desperdício. Estimamos que 75% do business de alimentos do GPA sejam hiper e supermercados.

A operação de bens duráveis (Via Varejo – lojas físicas e Cnova – online) foi fortemente afetada pela piora da economia e acabou sendo responsável por uma queda ainda maior do *ebitda* do ano de 2015. Sempre fomos muito negativos com o *business* de duráveis, que além de extremamente competitivo tinha sido excessivamente estimulado nos anos recentes, fazendo parte do grupo de setores que acreditamos que buscaria um novo ponto de equilíbrio, como descrevemos na nossa carta número 13.

Apesar da piora do *ebitda* de bens duráveis ter sido muito mais acentuada, devendo cair mais de 50% em 2015, a frustração no business de alimentos, cujo *ebitda* deve cair “apenas” 10% foi o grande erro que cometemos.

Acabamos zerando o investimento, depois de uma perda de 25%, com a expectativa que a companhia iria precisar fazer um investimento maior em preço (reduzindo margem bruta) e serviço (aumentando despesas) para atrair mais os consumidores para as lojas e por um reconhecimento de que a nossa tese original de resiliência do *business* de alimento era fraca em um mercado tão competitivo e com uma tendência forte de mudança de canal que dificulta a manutenção da rentabilidade da companhia com suas milhares de lojas já em operação. De fato, a dinâmica da receita foi bem mais defensiva que praticamente todos os setores da economia, mas as margens foram pressionadas e a geração de caixa muito prejudicada.

Depois do desinvestimento, perto do meio do ano, a ação caiu mais de 40% com a piora das margens operacionais, o aumento do risco de governança corporativa e a deterioração da economia. Pouco tempo depois de zerarmos o investimento o Grupo Casino, controlador, acabou fazendo uma reestruturação societária com o objetivo de distribuir caixa para a empresa controladora, que se encontra excessivamente alavancada. Com essa finalidade, vendeu uma participação no GPA para sua empresa colombiana Exito por um *valuation* muito caro, obrigando os minoritários do Exito a comprarem parte de sua participação no GPA, reduzindo ainda mais o alinhamento de interesse na companhia.

A pior performance operacional, principalmente no Brasil, somada a uma empresa perigosamente alavancada, acabaram deixando o Casino em situação financeira delicada, podendo aumentar incentivos para decisões conflitantes entre o acionista controlador e minoritários ou estrategicamente danosas no longo prazo, como a decisão de manter as margens mais altas quando deveria aumentar os investimentos para sustentar o posicionamento estratégico. Esse conflito é um dos motivos que ainda nos deixa reticentes em voltar a investir na empresa.

Bradesco

Uma das principais contribuições negativas de 2015 foi na posição de Bradesco que montamos durante esse ano. Conforme reafirmaremos nessa carta, acreditamos que os bancos apresentam um *valuation* bastante atrativo e hoje são uma das nossas principais posições. Começamos a montar uma pequena posição em julho, e desde então ocorreram fatos específicos que fizeram o banco registrar uma performance significativamente inferior ao seu principal concorrente no setor bancário privado — cerca de 20%.

A principal razão do relevante descolamento aconteceu no dia 3 de agosto quando o Bradesco anunciou a aquisição do HSBC por U\$ 5,2 bilhões. O *valuation* implícito da aquisição foi significativamente superior ao do Bradesco que naquele momento negociava a 1,4x P/B (*Price to Book* ou Valor de Mercado sobre o Patrimônio Líquido), enquanto o HSBC estava sendo comprado a 1,7x P/B com uma rentabilidade bastante inferior à do comprador. Além disso, posteriormente constatou-se que o Bradesco não fez *hedge* cambial e após a depreciação do real de R\$ 3,38 para R\$ 4,00, o *valuation* da aquisição ficou ainda pior, atingindo 1,9x P/B.

Acreditamos ainda que dois outros fatores contribuíram para o desempenho negativo das ações. Foi noticiado que o Bradesco não teria provisionado uma possível inadimplência da Sete Brasil, entretanto lembramos que no terceiro trimestre o Bradesco, assim como o Itaú, montaram um grande reforço de provisão levando a cobertura para patamares acima de 200%. E, finalmente, o resultado do terceiro trimestre mostrou uma perda de R\$ 4,0 bilhões em títulos privados no exterior, que novamente geraram desconforto quanto à carteira pré-fixada do Banco.

Hoje o Bradesco está negociando 1,2x P/B já ajustando para uma perda de valor por conta da aquisição do HSBC, lembrando que o balanço do Banco ainda não incorpora essa aquisição. Portanto, mesmo com os riscos específicos, acreditamos que o *valuation* do Bradesco já nos dá conforto com o cenário atual e, com isso, aumentamos a posição no final de novembro.

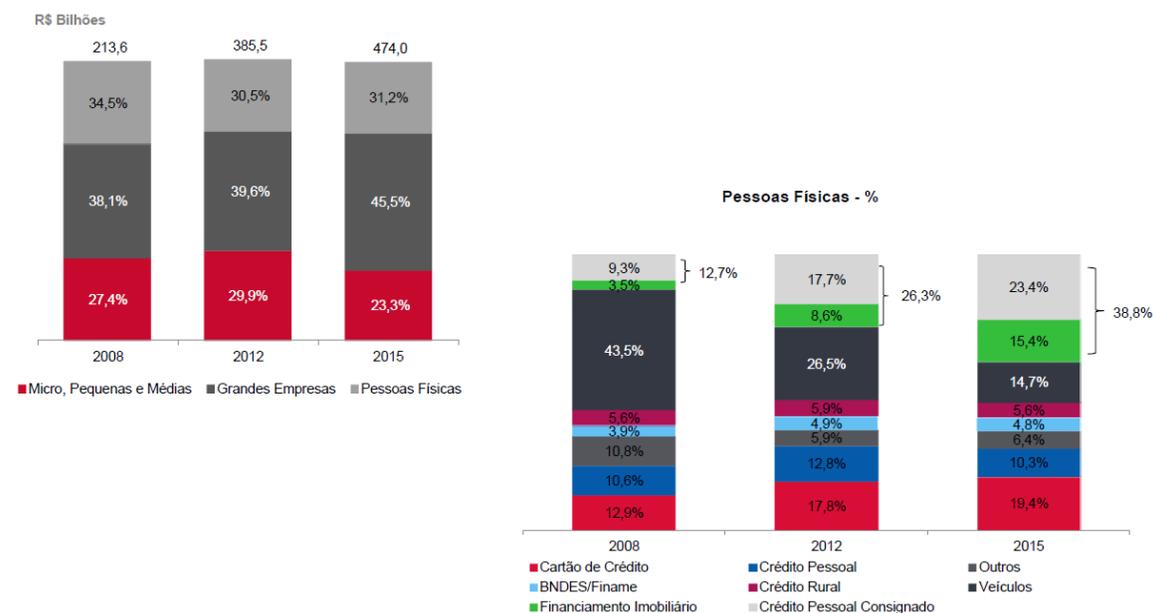
A posição de Bradesco no fundo veio a somar-se a nossa posição mais antiga no setor bancário nacional que durante muito tempo restringiu-se ao nosso investimento no Itaú. Na carta que publicamos sobre a performance do fundo em 2014, destacamos que a melhor contribuição do ano adveio exatamente de nossa posição em Itaú. Entretanto, os bancos privados tiveram uma performance bastante negativa em 2015, com o Itaú desvalorizando-se 10% e o Bradesco, 30%.

Compreendemos que a situação econômica do país segue se deteriorando a uma velocidade bastante grande, e concordamos que seria impossível isolar a performance operacional dos dois principais bancos nacionais dos acontecimentos econômicos dos últimos trimestres. Entretanto, as situações adversas podem propiciar bons pontos de investimento em companhias sólidas, com operações resilientes, com governança de 1ª linha e com posicionamento dominante em seus setores, o que sem dúvida nenhuma é o caso tanto do Banco Itaú como do Bradesco.

Além do *valuation* do Bradesco que já comentamos anteriormente, acreditamos que o Itaú, negociando a 1,3x P/B, já apresenta um nível de margem de segurança bastante elevada, mesmo em um cenário que ainda reserva resultados trimestrais que não trarão novidades positivas.

Assim como a expectativa de resultados mais pressionados não serão surpreendentes para nós, os executivos de ambos os bancos vêm trabalhando já há alguns anos para tentar minimizar os efeitos da deterioração econômica em suas operações. Como podemos perceber no gráfico abaixo, a carteira de crédito do Bradesco tem sido modificada de maneira bastante relevante, em direção a linhas mais seguras e com menor inadimplência potencial.

Mix da Carteira de Crédito Expandida



Adicionalmente, há mais de 3 anos, Itaú e Bradesco adotaram a estratégia de expandir muito lenta e criteriosamente suas carteiras de crédito, abrindo espaço para uma expansão significativa do *market share* dos bancos públicos que

acabaram por ocupar uma parcela que na atual conjuntura reduz o tamanho da perda potencial concentrada nos privados.

Para finalizar, não podemos negligenciar o elevado nível de provisão acumulado nos balanços do Itaú e do Bradesco durante o ano de 2015, que possuem um nível muito alto de cobertura sobre a inadimplência.

Temos certeza de que não teremos sonos tranquilos durante um ano tão conturbado como promete ser 2016. Ainda assim, decidimos carregar uma posição relevante em Itaú e Bradesco, consideramos que poucas vezes teremos pontos de entrada tão interessantes como os atuais preços das ações dessas duas excelentes companhias.

Conclusão

Gostaríamos de reafirmar nosso total comprometimento na busca de bons investimentos. Após o país ter passado por um ano difícil em 2015, o cenário econômico e político deverá continuar influenciando o ambiente corporativo em 2016. Não obstante, ao extrapolar tendências muito negativas ou perpetuar condições extremamente desfavoráveis, o mercado acionário costuma gerar boas oportunidades, mesmo na adversidade.

Poucos negócios têm perspectiva promissora para incremento de vendas ou expansão de margens. Continuamos focando os nossos esforços na busca por companhias resilientes, com negócios sustentáveis e que já precificam adequadamente a atual conjuntura de riscos. Temos convicção de que algumas delas sairão da crise com um posicionamento competitivo bastante fortalecido. No entanto, a imprevisibilidade sobre a duração e intensidade dos ajustes que estamos vivendo, confere especial relevância ao risco da travessia.

A história comprova que evitar as grandes perdas permanentes de valor contribui significativamente para o retorno acumulado de longo prazo. Assim, no cenário de estresse atual, estamos dando foco especial em evitar as companhias que, por alavancagem financeira ou operacional, dependam demais da recuperação econômica para sobreviver.

Agradecemos pela confiança e desejamos um excelente 2016 para todos.

STUDIO 30 FIC de FIA – Dezembro 2015

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 II Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O FUNDO tem como público alvo investidores qualificados.

Rentabilidade (%)		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2013	Studio 30 FIC FIA			-0.04	1.46	-1.07	-5.31	2.69	2.33	2.48	4.12	0.03	-1.41	5.06	5.06
	Ima-Geral			-1.02	1.23	-1.90	-1.52	1.18	-1.27	1.06	0.78	-1.41	0.98	-1.95	-1.95
2014	Studio 30 FIC FIA	-6.62	-1.28	2.49	-0.61	0.35	1.25	1.39	5.06	-9.68	-0.18	3.02	-4.84	-10.19	-5.64
	Ima-Geral	-0.88	2.74	0.69	1.63	2.52	0.53	1.04	2.64	-1.46	1.44	1.49	-0.57	12.36	10.16
2015	Studio 30 FIC FIA	-3.70	7.79	3.36	3.54	-0.73	0.32	0.92	-3.28	-0.94	3.69	1.71	-2.15	10.37	4.14
	Ima-Geral	2.14	0.46	0.05	1.59	1.83	0.27	0.51	-1.15	-0.37	1.60	1.05	1.01	9.32	20.43

Studio 30 FIC FIA: PL (MM) R\$ 43 | PL médio desde 05-03-13 (MM) R\$ 53.5

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 356.3

*** Atualizado até 31/12/2015

Características

Taxa de Administração:	2,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	15% do que exceder o IMA-Geral*, pago semestralmente com marca d'água.
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+30 (corridos) (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1 (úteis), Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+3 (úteis) 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 livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO 30 FIC FIA CNPJ: 17.301.119/0001-05 Banco Bradesco (237) Agência: 2856-8 CC: 652822-8

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	23.2%
Energia Elétrica	20.1%
Consumo	12.6%
Industrial	8.6%
Telecom	3.5%
Papel e Celulose	3.4%
Construção	0.0%
Educação	-1.3%
Caixa	29.9%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	32%
> R\$10 bi	42%
	77.2%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	0%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	18%
> R\$20 mm	59%
	77.2%

*Dados atualizados em 31-Dezembro-2015

*IMA-Geral: Índice de Mercado Anbima Geral, divulgado pela Anbima. "O IMA é uma família de índices de renda fixa, que representa a evolução da carteira de títulos públicos federais a preços de mercado, com abrangência aproximada de 97% desse segmento de mercado (dados de junho/11). A carteira teórica do IMA-Geral é composta de todos os títulos elegíveis, representando a evolução do mercado como um todo." conforme definido pela ANBIMA. O Índice pode ser acessado diariamente no site: http://www.anbima.com.br/r_diaria/resenha-diaria.asp na opção "Indicadores do Mercado de Renda Fixa".

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: 2.50% 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.

STUDIO FIC de FIA – Dezembro 2015

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	-										
	Ibovespa											-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
	Ibovespa											-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
	Ibovespa											-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
	Ibovespa											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
	Ibovespa											-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
	Ibovespa											-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
2015	Studio FIC FIA											-3.78	7.13	2.88	3.46	-1.00	0.21	-0.31	-3.67	-1.27	3.58	1.33	-2.20	5.93	63.58
	Ibovespa											-6.20	9.97	-0.84	9.93	-6.17	0.61	-4.17	-8.33	-3.36	1.80	-1.63	-3.93	-13.31	-36.17

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 72.4 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 161.4

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 356.3

*** Atualizado até 31/12/2015

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 (úteis) (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1 (úteis), 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:	BNY Mellon Banco S.A.
Auditoria:	Deloitte Touche Tohmatsu
Classificação ANBID:	Ações livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO FIC FIA CNPJ: 11.225.767/0001-35 BNY Mellon Banco S.A. (017) Agência: 001 CC: 1427-3

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	22.9%
Energia Elétrica	20.2%
Consumo	9.7%
Industrial	8.6%
Telecom	3.5%
Papel e Celulose	3.3%
Caixa	31.8%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	28%
> R\$10 bi	37%
	68.2%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	0%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	11%
> R\$20 mm	57%
	68.2%

*Dados atualizados em 31-Dezembro-2015

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.