

Carta 16 – 2017

Introdução

A Studio completou em novembro do ano passado oito anos de história. É com grande satisfação que olhamos nossa trajetória e vemos todo o caminho percorrido ao lado de um grupo de sócios coesos. É ainda mais gratificante ter contribuído para a formação e desenvolvimento profissional de outros seis integrantes que hoje compõem a equipe da Studio. Como uma *partnership*, neste período, já promovemos três integrantes do time de análise e *trading* a sócios. Olhando em retrospectiva, vemos que encontramos diversos obstáculos pelo caminho, mas, justamente por isso, nos sentimos ainda mais preparados.

Como toda empresa, a Studio é um organismo dinâmico e, assim como incorporamos novos sócios, outros seguem seu curso natural rumo a novas etapas em suas vidas. Assim, gostaríamos de comunicar que a partir deste ano nosso sócio fundador Gabriel Stoliar reduzirá sua participação e deixará de ter função executiva na Studio. Apesar de se afastar do dia-a-dia da empresa, ele continuará a nos apoiar em atividades específicas ligadas à sua experiência profissional e em algumas questões gerais no campo institucional da Studio. Somos extremamente gratos à essencial contribuição de Gabriel na formação e consolidação da Studio: sua experiência e capacidade de agregação foram fundamentais na solidificação dos nossos valores e metas.

Abaixo, destacamos, como de costume, dois dos casos entre os que mais contribuíram positivamente para a rentabilidade do fundo no ano, Estácio e Iguatemi; além da Eletrobrás, que foi a maior contribuição negativa no período.

Estácio

Voltamos a investir nas ações da Estácio com a reprovação pelo CADE da transação com a Kroton em junho de 2017.

A primeira proposta para aquisição do controle da empresa de ensino superior carioca pela Kroton foi dia 02 de junho de 2016. A este movimento se seguiu uma proposta concorrente de fusão do Grupo Ser. A Kroton precisou ainda melhorar sua proposta duas vezes (com *ratio* final 41% mais alto que o dos termos originais) para conseguir apoio do Conselho de Administração da Estácio e de seus principais acionistas.

Olhando os dados operacionais da Estácio, como podemos perceber na tabela abaixo, tínhamos a visão de que havia um potencial relevante de melhoria de rentabilidade de suas operações até então pouco explorado. Apesar da grande escala da companhia, tendo quase o triplo de alunos que o Grupo Ser, sua margem operacional era significativamente menor (cerca de 10 pp menor em margem EBITDA). Os custos docentes/aluno também eram substancialmente superiores aos de

Ser e Kroton. A Anima era exceção por possuir um posicionamento mais *premium* e tendo, para isso, um custo de pessoal/aluno mais elevado.

2016	Estácio	Kroton	Ser	Anima
Base Média de Alunos Presencial	356.175	432.115	137.508	83.346
Base Média de Alunos EAD	119.250	458.453	5.591	3.949
Mg Ebitda Studio	20%	43%	30%	14%
Receita por aluno (apenas presencial) - R\$/Ano	7.927	9.111	8.037	10.992
Custo de Pessoal por aluno (apenas presencial) - R\$/Ano	-3.748	-2110 *	-2.621	-4.878

* Kroton dados de custo apenas do presencial. Para as demais Custo de pessoal total dividido pela base do presencial.

Fonte: Studio Investimentos

Desde que os acionistas mais representativos do capital da Estácio e seu Conselho de Administração aprovaram os termos da fusão com a Kroton, suas ações passaram a negociar com um pequeno desconto em relação ao *ratio* proposto. Com isso, os investidores deixaram de acompanhar os resultados da companhia, que acabou se isolando e tornando mais rara a presença de sua equipe de relações com investidores e *top management* em reuniões com o mercado de capitais. Vale ressaltar que, neste processo de disputa pelo controle da companhia, houve intensa modificação dos administradores com a saída de três diretores estatutários no período de 15 dias, incluindo os antigos CEO e CFO.

Neste contexto, mesmo reconhecendo as oportunidades de melhoria de rentabilidade da Estácio, as intensas mudanças no quadro de gestão da empresa nos deixavam receosos quanto à capacidade e aos seus incentivos para melhoria rápida da rentabilidade, sobretudo em um cenário que foi ficando mais provável ao longo do primeiro semestre de 2017, de não aprovação do *deal* pelo CADE.

Com a efetiva reprovação da operação no final de junho e com a má performance das ações da Estácio, decidimos começar o investimento, mas ainda em tamanho modesto (2% do fundo). Acreditávamos que o ativo possuía valor relevante para eventuais *players* consolidadores do setor. E se os resultados não melhorassem de forma significativa pela atual gestão da empresa, logo apareceriam investidores ou *players* estratégicos interessados e que poderiam pagar valores muito acima do mercado pelo ativo. A empresa negociava naquele momento com múltiplos EV/aluno¹, muito abaixo de seus concorrentes listados, como observamos na tabela abaixo. É evidente que esse desconto decorria, em grande medida, de sua menor rentabilidade relativa. Vale ressaltar que após a reprovação da transação pelo CADE, a Estácio negociava 35% abaixo da proposta de junho de 2016 feita pela Ser. A empresa, no nosso entender, representava um dos poucos ativos no mercado acionário brasileiro com forte presença em seu segmento de atuação e vantagem competitiva clara em um setor relevante, com potencial de ser vendido e negociando com desconto para seus pares.

(MM R\$/# alunos)	Estácio	Kroton	Ser	Anima
Market Cap - fim 2T17	4.648	24.180	3.068	1.326
Divida Líquida - fim 1T17	698	-708	131	250
EV	5.346	23.471	3.199	1.576
Base Final Alunos Presencial - 2T17	358.300	425.109	138.453	90.113
Base Final Alunos EAD - 2T17	141.700	541.851	7.389	3.651
Base Final Alunos Total - 2T17	500.000	966.960	145.842	93.764
EV/Aluno (mil R\$/aluno)	10,7	24,3	21,9	16,8

1- EV/aluno => Razão de valor da firma (*Enterprise value*) dividido pela base de alunos. *Enterprise Value* = valor de mercado da companhia + dívida Líquida

De forma surpreendente, a melhoria de rentabilidade da Estácio ocorreu muito rapidamente e já ficou bastante visível no primeiro resultado reportado após reprovação do CADE, já no final de julho. Neste momento, aproveitamos para incrementar nossa posição. Os resultados apresentados pela empresa mostraram forte evolução no ticket médio (subiu 11,7% y/y) com a redução da política de descontos para captação de alunos e boa melhoria na relação dos custos de pessoal, que caíram 8,7% em termos nominais com diluição de 7,4 pp em relação à receita. Com isso, a margem EBITDA evoluiu surpreendentes 10,7pp, com o EBITDA nominal subindo 75% y/y.

Além da política comercial mais restritiva, a empresa adotou uma série de medidas visando maior rentabilidade através do aumento do ensalamento, termo bastante utilizado no setor e que se refere ao número de alunos por sala de aula. Dentre as medidas, podemos destacar um maior compartilhamento de disciplinas entre diferentes cursos e a redução do número de *campi* em operação, transferindo alunos de *campi* próximos para os maiores. Esta última contribuiu também para a redução de custos com estrutura e de suporte administrativo.

É quase inevitável que esse processo provoque ruídos nos alunos e professores e, dependendo da velocidade e da intensidade como é implementado, pode comprometer a qualidade acadêmica da instituição e colocar em risco seu futuro. Em algumas interações que tivemos com representantes do setor, ouvimos que Estácio reduziu custos docentes com redução de cargas horárias de professores de maior titulação e com maior salário por hora.

Vale destacar que, quase ao mesmo tempo em que a empresa reportava seus resultados do 2T17, houve uma movimentação atípica nos papéis da companhia. Dias depois seria confirmado que a Advent, *private equity* com histórico bem-sucedido no setor com investimento em Kroton ainda em 2010, estava comprando ações da companhia e passaria a indicar dois membros para o Conselho de Administração da empresa. Enxergávamos com bons olhos a entrada de um investidor de referência para alinhar os incentivos da administração com os dos acionistas. Aproveitamos essa movimentação para incrementar uma vez mais nosso investimento na empresa, atingindo o máximo de nossa exposição no ativo, de perto de 5,0% do fundo em agosto de 2017.

Porém, desde então, as ações da Estácio praticamente dobraram. E, olhando para as expectativas do mercado para os resultados de 2018, já vemos que o *gap* de rentabilidade esperada da Estácio em relação aos concorrentes se reduziu de maneira relevante. Para 2018 a expectativa é de que a margem EBITDA já supere a da Ser, ainda bem aquém da Kroton. Esta última, no entanto, possui

maior escala, maior proporção de alunos a distância e de alunos com financiamento próprio, aspectos que tornam a margem menos comparável.

2018 - Projetada	Estácio	Kroton	Ser	Anima
Mg Ebitda Ajustada	28%	43%	25%	18%

Projeção Studio Investimentos

A Estácio continua adotando medidas para redução de custos, como a demissão recente de 10% do seu quadro nacional de professores, que teve forte repercussão negativa nos sindicatos de professores e na base de alunos da instituição. Acreditamos que ainda há espaço para melhorias adicionais na rentabilidade da companhia no curto prazo. Mas a sustentabilidade no médio-longo prazo ainda nos parece questionável. É importante considerar que a base de alunos da Estácio no ensino presencial já se reduziu 5% nos primeiros 9 meses deste ano. Em um setor com altos custos fixos, essa dinâmica de decréscimo é perversa e tende a funcionar como um vetor contrário ao processo de corte de custos internos para melhoria adicional de rentabilidade. Além disso, a empresa tem um posicionamento mais relevante em regiões que estão sofrendo mais com a crise econômica do que a média nacional, como Rio de Janeiro e Nordeste. Por fim, não consideramos a dinâmica de crescimento do setor como favorável, sobretudo se considerarmos que a entrada de alunos nos anos de 2011-2014 foi acima do nível normalizado e alavancada pelos incentivos do programa de financiamento estudantil, o FIES, com taxas e condições muito mais favoráveis de 2010-2014, como descrevemos anteriormente em nossa [Carta 13 de 2015 “Buscando um novo ponto de equilíbrio”](#). E esses alunos ainda estão se formando e deixando a base das empresas cada vez menor.

Levando esses aspectos em consideração, em novembro desinvestimos de Estácio e mantivemos no setor de educação uma pequena posição em Ser, que deve se beneficiar, nos próximos anos, do crescimento decorrente da abertura de novos *campi*, no segmento presencial e com sua recente incursão no segmento de ensino à distância. Estes movimentos devem ajudar na expansão de suas margens operacionais que recentemente foram comprimidas como resultado da forte abertura de novos *campi* - que têm curva de maturação lenta e impactam, num primeiro momento, negativamente os resultados.

Iguatemi

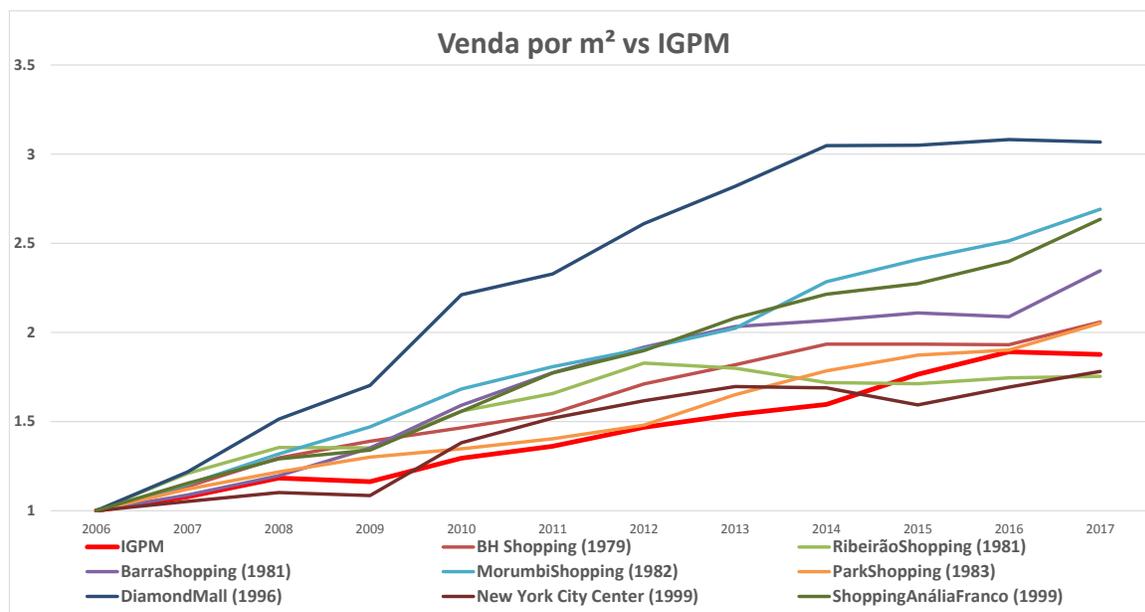
Iniciamos nosso investimento em Iguatemi no começo de 2016. Naquele momento, a perspectiva econômica brasileira ainda era muito negativa, porém, enxergávamos bastante valor em seu portfólio de ativos e a ação negociava com um *valuation* atrativo e margem de segurança caso o consumo se recuperasse em ritmo mais lento que o esperado.

Antes de entrar especificamente no *case* de Iguatemi, falaremos brevemente de como enxergamos, de uma forma geral, as companhias de *malls* que fazem parte do nosso universo de investimento. Dentre as empresas do setor listadas em bolsa, consideramos apenas Aliansce, BR Malls, Iguatemi e Multiplan como potenciais investimentos do fundo, por questões de liquidez e governança.

Além disso, claramente identificamos uma subdivisão dessas empresas em dois grupos.

Multiplan e Iguatemi possuem um portfólio mais *premium* e voltado para o público das classes A/B+, com ativos emblemáticos e dominantes como Morumbi Shopping (SP), Barra Shopping (RJ), Iguatemi SP e JK Iguatemi (SP). Essas empresas têm um percentual alto da receita concentrada em shoppings que acreditamos serem vencedores e capazes de aumentar vendas estruturalmente no longo prazo, mesmo com os riscos crescentes pelo aumento da penetração do e-commerce no varejo. Na nossa visão, seus principais ativos serão capazes de atrair os lojistas vencedores, renovando constantemente o *mix* de lojas e apresentando taxas de crescimento acima da média do mercado. Como consequência, esses shoppings serão capazes de apresentar crescimento real de vendas e de aluguel de forma consistente num horizonte longo. Chamaremos estas empresas de *Tier 1*.

Apesar da dificuldade de acesso a uma base de dados relativamente longa e confiável, no gráfico abaixo tentamos expor nossa tese com dados de ativos da Multiplan (única empresa que divulga estas informações). Selecionamos os dados de vendas entre os anos de 2006 e 2017 para os ativos que já tinham no mínimo 8 anos de existência (em média tinham 19 anos) em 2006 para tentar desconsiderar o período de maturação de um shopping, período em que naturalmente o crescimento de venda é substancialmente acima da inflação.



Fonte: Studio investimentos e Multiplan

Durante os anos de 2006 e 2017, as vendas por m² desses ativos cresceram a uma taxa real de 1.9% ao ano. Acreditamos que o portfólio das empresas *Tier 1* será capaz de seguir crescendo em taxas reais ao longo do tempo. Essa premissa é bastante importante na avaliação das companhias por se tratarem de fluxos de caixa com uma *duration* longa.

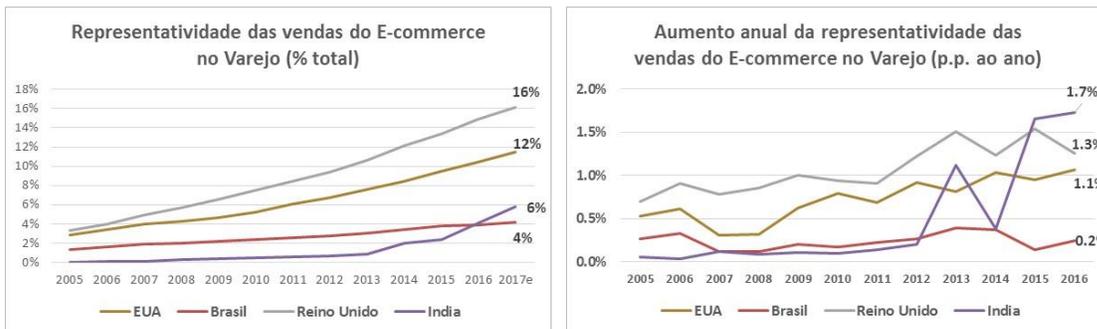
Aqui vale um parênteses sobre a questão do crescimento no longo prazo. Não gostamos de considerar crescimento real na perpetuidade para nenhuma empresa, já que a premissa implícita, nesse caso, seria de retornos marginais sobre o capital crescentes continuamente, o que não acreditamos ser razoável em nenhum negócio. As únicas empresas que tratamos de forma diferente são Multiplan e Iguatemi por acreditarmos que um portfólio *premium* de *malls* permanecerá se valori-

zando ao longo do tempo. Shoppings excelentes vão sempre atrair os varejistas que melhor performam. Mesmo em se tratando de companhias que admiramos e acreditamos que vão manter superioridade em relação à concorrência, como a Renner, não achamos coerente o crescimento real na perpetuidade por dois principais motivos:

i) O dono do *real estate* (empresas de *malls*) acaba capturando parte do ganho de produtividade da Renner ao longo do tempo.

ii) Sempre será possível uma concorrência mais direta com a Renner do que com o Barra Shopping, o Morumbi ou Iguatemi SP. Ou seja, esses bons ativos das empresas de *malls* talvez sejam os mais difíceis de serem replicados no nosso universo de investimento.

O *e-commerce* no Brasil ainda terá uma grande avenida de crescimento pela frente. Pela experiência nos países desenvolvidos, vimos uma aceleração na penetração do *e-commerce* nos anos mais recentes, algo que pode ser explicado por uma resistência inicial dos consumidores em migrar de canal ou pelo tempo necessário para as varejistas se estruturarem logística e tecnologicamente para um novo ciclo de crescimento. Como podemos ver nos gráficos abaixo, o Brasil ainda possui uma representatividade pequena do *e-commerce* nas vendas totais e esse ainda cresce a uma taxa abaixo da média dos principais países analisados. Acreditamos que em um futuro próximo veremos no Brasil o mesmo fenômeno ocorrido em outros países, uma aceleração da participação do *e-commerce* no varejo total e essa dinâmica é, sem dúvida, o maior desafio para o setor.



Fonte: Euromonitor

O consumidor online é mais sensível a preço e busca conveniência, portanto, o varejo físico deverá buscar diferenciação na experiência de compra e no nível de serviço ao cliente. O *Omni-channel*¹ passa a ser uma tendência entre as varejistas com presença nos dois canais, querendo sempre entregar ao seu cliente a melhor combinação entre preço e experiência, utilizando o canal físico também como uma forma de fortalecimento de marca e fidelização do cliente. Esse modelo parece mais relevante para determinadas categorias, como alimentos, por exemplo. Não parece improvável que, no futuro, grande parte das lojas passem a ser apenas showrooms do sortimento das marcas, com as vendas se dando online e o cliente saindo da loja sem sacolas. Os lojistas não precisariam mais de estoque e fariam a entrega direto dos seus centros de distribuição.

¹ *Omni-channel* é a convergência de todos os canais de venda de uma empresa, possibilitando que o consumidor possa fazer a compra em ambientes físicos ou virtuais, o que mais lhe agrada.

Nesse contexto de desafios e grandes mudanças, os varejistas deverão ser mais seletivos nos endereços em que querem estar presentes, sempre buscando locais com maior tráfego, renda e potencial de venda. É inevitável assumir que as operações de varejo físico continuarão perdendo relevância e os pontos de rua e de shoppings periféricos serão os grandes perdedores deste movimento, algo que já está acontecendo, nos EUA, por exemplo, onde já foi decretada a morte de 25% dos *malls*². Logo, de uma forma geral, os shoppings dominantes deverão ser o ambiente que mais se adequa ao novo contexto de consumo, donos dos pontos mais desejados e do *real estate* mais valorizado.

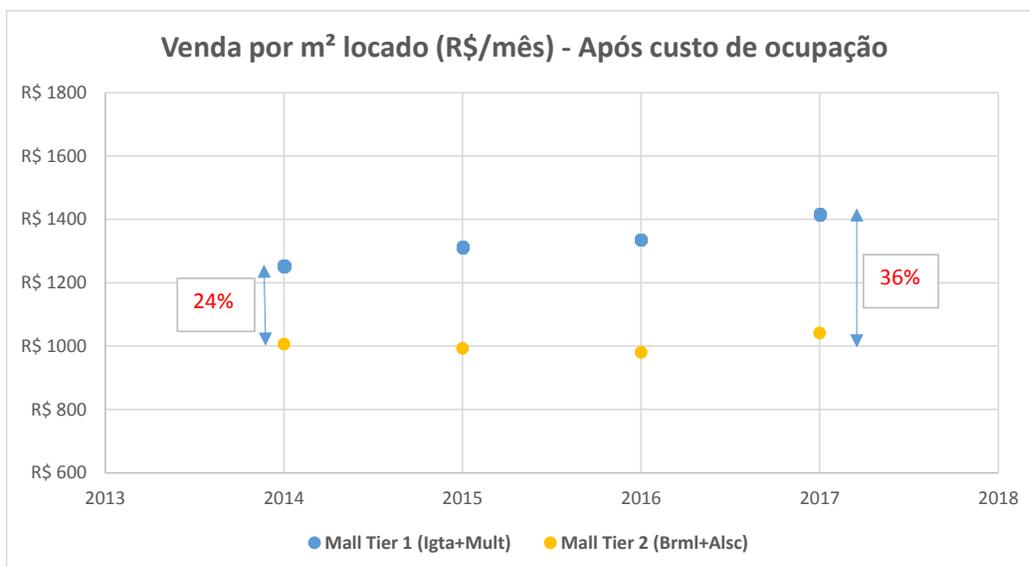
Por outro lado, BR Malls e Aliansce são empresas com portfólios formados mais recentemente e com posicionamento menos dominante nas regiões em que estão presentes, além de serem focadas em um público de classe B/C. A estratégia adotada por estas empresas foi de bastante sucesso durante o ciclo de crescimento de renda e consumo da economia brasileira observada até 2013. Durante este período, no qual classes emergentes e localizadas em regiões periféricas tiveram mais acesso ao consumo, essas empresas conseguiram crescer de forma rentável e criar portfólios acima da média nacional. Chamaremos estas empresas de *Tier 2*. Apesar de enxergarmos o mérito e a criação de valor desta estratégia ao longo dos anos anteriores, sobretudo pelo impulso da economia, achamos que no longo prazo este perfil de ativo terá mais dificuldade de manter um crescimento sustentável e, portanto, a relação risco x retorno deve ser ajustada a isso.

Notamos uma mudança relevante na atuação de *players* estratégicos em relação a essa categoria de shoppings menos dominantes. Se no período até 2012 houve um boom de investimento nesse tipo de ativo, mais recentemente vimos empresas como BR Malls e Aliansce vendendo alguns desses ativos para fundos imobiliários o que, na nossa opinião, é uma evidência que *players* estratégicos já não veem futuro muito promissor para um portfólio mais frágil.

Na nossa visão, o prêmio de *valuation* que as empresas *Tier 1* negociam em bolsa é bem menor que a superioridade de seus ativos. Achamos que, implicitamente, o mercado está superestimando à capacidade das empresas do *Tier 2* de crescer de forma sustentável no longo prazo.

O gráfico abaixo ilustra este mesmo tema, mas de outra maneira. Tentamos estimar quanto o lojista médio de cada companhia tem de retorno (em R\$) após arcar com todos os custos de ocupação, incluindo aluguel, condomínio e fundo de promoção. Como os demais custos de um lojista (como os custos de funcionários e dos produtos vendidos, etc) não variam muito por ele estar localizado no shopping A ou B, essa é uma métrica boa para analisar a atratividade do shopping e sua capacidade de mudar constantemente seu *mix*, sempre atraindo lojistas vencedores.

² Estudo do Credit-Suisse feito em 2017.



Fonte: Studio investimentos e Release de resultados de Multiplan, Iguatemi, Aliansce e Br Malls

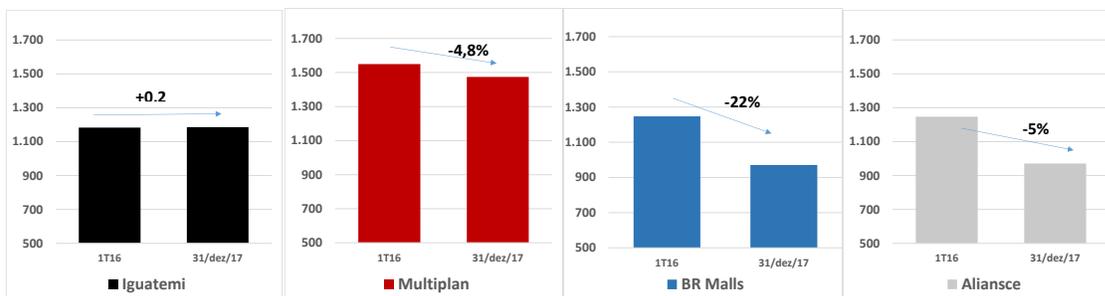
Apesar de ser uma análise simplista, por se tratar de um lojista médio e de desconsiderar o *stake* de cada uma das empresas nos shoppings (os dados são de 100% do “ABL” – área bruta locável), destaca o nível e a tendência apresentados nos últimos quatro anos. Vale ressaltar que o ano de 2017 inclui premissas da Studio para os dados de vendas do quarto trimestre, ainda não divulgados.

A saúde financeira dos lojistas das empresas do *Tier 1* foi fundamental para os resultados que essas companhias apresentaram nos últimos anos. Apesar da crise, as companhias foram capazes de aumentar seus aluguéis, navegar com níveis mais saudáveis de descontos e, principalmente, atingir um patamar de inadimplência e atrasos significativamente menor do que as empresas do *Tier 2*. Mais do que isso, quando olhamos a foto hoje, vemos elas ainda mais preparadas para se beneficiar da retomada da economia.

Enquanto para o *Tier 1* o aumento da venda significará aumento imediato do aluguel e consequentemente da receita, para o *Tier 2* o aumento da venda, em um primeiro momento, significará a saída dos lojistas de debaixo d’água para que, então, em um segundo momento, consigam aumentar os preços dos aluguéis.

Voltando ao case de Iguatemi, como falamos, decidimos iniciar nosso investimento na companhia no começo de 2016. Naquele momento, enxergávamos um retorno razoavelmente mais atrativo que de Multiplan. Além disso, a empresa iniciava um ciclo de corte de custos e despesas baseado em orçamento base zero que acabou se mostrando até mais eficiente do que considerávamos inicialmente em nossos números.

Nos gráficos abaixo, tentamos mostrar a evolução das nossas projeções de Ebitda/ABL para 2017 para cada uma das empresas listadas. Nas barras da esquerda tem-se a projeção que tínhamos no início de 2016; e nas barras da direita, a projeção que temos atualmente. Vale destacar que, para as empresas do *Tier 2*, já tínhamos números conservadores e razoavelmente inferiores ao consenso de mercado naquele momento de 2016, daí nossa menor decepção em Aliansce.



Fonte: Studio investimentos

Por mais que as vendas e aluguéis tenham vindo aquém dos nossos números, a Iguatemi conseguiu compensar essa frustração de receita com economia de custos e, mais importante do que isso, sofrendo pouco com inadimplência dos lojistas, o que demonstra um nível ainda saudável de rentabilidade dos seus locatários durante os últimos anos.

Outro ponto positivo ao nosso ver foi a mudança de postura da empresa em relação à alocação de capital. Após alguns projetos com retornos questionáveis inaugurados nos anos pré-crise, a empresa adotou uma postura conservadora em relação aos novos projetos. Ao longo desses quase dois anos de investimento em Iguatemi, a empresa postergou as obras dos dois *outlets* que serão inaugurados em 2018 e 2019 e optou por cancelar dois projetos de novos shoppings. Como vemos muito valor no portfólio atual da empresa, gostaríamos de ver uma alocação de capital futura diligente e com retorno maior ou igual ao legado – algo bastante desafiador na nossa visão – e, portanto, vimos com bons olhos as decisões de segurar os investimentos nos anos de crise.

Apesar da alta de 50% do preço da ação ao longo de 2017 e da Iguatemi ter sido a empresa que mais se valorizou no setor, continuamos gostando do investimento. O ano de 2018 deve ser de recuperação nas vendas dos lojistas e, como já falamos anteriormente, haverá espaço para redução dos descontos nos aluguéis, impactando positivamente a receita da companhia. Além disso, a alavancagem da empresa hoje está em 3x Dívida Líquida/Ebitda e o resultado da companhia irá se beneficiar bastante de uma taxa Selic média bastante inferior à de 2017. No que tange à alocação de capital, gostaríamos de ver a empresa adquirindo participações de sócios nos ativos já existentes e sendo bastante seletiva em novos projetos.

Eletrobras

Nunca tínhamos investido nas ações da Eletrobras, mas começamos a ficar mais otimistas com a empresa no final de 2015, quando a Aneel terminava a definição dos valores a serem pagos como indenização das concessões de transmissão renovadas em 2012 pela polêmica MP 579. Essas indenizações são chamadas de RBSE.

As cifras representavam aproximadamente 3 vezes o valor de mercado da empresa na época. Como ainda tínhamos grande dúvida em relação a como seria usado esse dinheiro, devido ao histórico de má gestão agravado durante os governos do PT, não fizemos uma posição direcional na companhia, mas sim um investimento relativo com *long* em ELET3 e *short* em ELET6 já que as

ações ON negociavam a aproximadamente 55% do valor da PN em outubro de 2015, quando começamos o investimento³.

Com a mudança do governo e, principalmente, com o novo *management* da empresa em meados de 2016, ficamos mais confiantes para montar uma posição direcional. Nesse momento as ações ON já valiam 80% das ações PN, mais uma motivação para migrarmos para a nova posição.⁴

A primeira medida tomada pela nova administração foi a não renovação das concessões de distribuição. Essas empresas são seis concessionárias no norte e nordeste do país que geravam perdas anuais de aproximadamente 2 bilhões de reais e ainda possuem indicadores de baixíssima qualidade no serviço prestado aos seus clientes. Dias depois dessa decisão, a Eletrobras atingiu seu maior valor de mercado do período recente, 32 bilhões de reais, três vezes maior que quando fizemos nosso primeiro investimento *long & short* em 2015.

Em novembro de 2016 foi anunciado o plano diretor de negócios, de 2017 a 2021, com foco em disciplina financeira para a redução da alavancagem da empresa. Dentre as principais medidas anunciadas estão o comprometimento com o controle de investimentos, desinvestimento das distribuidoras e reestruturação organizacional. Nossa tese de investimento era focada na possibilidade de uma melhora operacional trazida por uma gestão mais eficiente. Mesmo com toda a limitação e ineficiência das empresas estatais, uma mudança tão relevante de direcionamento depois de tantos anos de gestão irresponsável deveria trazer importantes resultados. E ainda tínhamos o conforto da empresa estar valendo “apenas” o valor da RBSE.

O ano de 2017 começou com uma série de notícias negativas, resultados abaixo do esperado, atrasos na implementação do plano de negócios, aumento de passivos judiciais e, principalmente, o surgimento de um passivo enorme não esperado com a CCC/CDE que detalharemos a seguir.

Em abril fomos surpreendidos por uma fiscalização da Aneel que glosou valores que foram objeto de repactuação assinadas em 2014 e 2015 entre as distribuidoras da Eletrobras e a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). A principal inconsistência nos valores foi encontrada na Amazonas Distribuidora de Energia, da qual Eletrobras acreditava ser credora de aproximadamente R\$7,0 bilhões, enquanto a Aneel concluiu a necessidade de ressarcimento por parte da Amazonas de cerca de R\$ 3,0 bilhões para o fundo da CCC.

As distribuidoras são credoras da Conta de Consumo de Combustíveis (CCC) devido ao atendimento ao serviço público de distribuição de energia no sistema isolado. Em 2013, a CDE ficou responsável pelos recursos para os dispêndios da CCC. Esses créditos serviam de lastro para o pagamento das dívidas com fornecedores de combustível.

Além da frustração direta de uma “nova” dívida de R\$ 10 bilhões – cerca de um terço do valor de mercado da companhia –, a judicialização dessa disputa traria dificuldade para a privatização das distribuidoras, talvez o principal foco da reestruturação da empresa em 2017; e aumentaria a probabilidade que essas controladas, que destroem bilhões em valor, voltassem para a Eletrobras.

³ Investimento feito apenas no Studio 30 FIC FIA. O Studio FIC FIA por ser enquadrado na Resolução 3.792 BACEN não pode realizar vendas a descoberto.

⁴ Neste momento todos os fundos montaram posição comprada em Eletrobras.

Com a dificuldade para a solução do problema das distribuidoras, a ação sofreu bastante até agosto, quando o Ministério de Minas e Energia propôs a privatização total da empresa além da descoltização das plantas cujas concessões foram renovadas em 2012. Na prática, essas concessões poderão vender sua energia a mercado se forem privatizadas. Nas nossas contas, a descoltização geraria um valor para o sistema de aproximadamente R\$35Bn, os quais serão divididos entre União, consumidores e Eletrobrás.

O processo de privatização deverá ocorrer a partir de um projeto de lei com expectativa de voto no primeiro semestre de 2018. Na prática, deve ocorrer um aumento de capital no qual o governo deve diluir sua participação e pulverizar o controle da empresa no mercado, mas mantendo o poder de veto via *golden share* e limitando o poder de voto a 10% de participação entre os acionistas. É uma solução para a politização dos altos cargos da companhia, um caminho para maiores ajustes na estrutura inchada, que dificilmente seria possível executar em uma companhia estatal, além de ser uma solução amplamente adotada no setor pelo mundo. A natureza de alta intensidade de capital do setor levou as grandes companhias nacionais e multinacionais a terem seu capital pulverizado. Sobre a possibilidade de corte de custos, ao comparar a eficiência da Eletrobras com as operações de transmissão e geração privadas, chegamos à possibilidade de corte de custo adicional de pelo menos mais R\$1,5 bilhão por ano.

Como fator positivo, durante o ano destacamos alguma evolução no plano de demissão voluntária com um *payback* de 11 meses e economia anual esperada de R\$ 870 milhões – aproximadamente 10% da base de custos da empresa –, redução de 30% dos cargos gerenciais da empresa e uma melhora organizacional com a transferência de 77 SPEs que totalizam valor contábil de R\$ 4,6 bilhões para a *holding* que futuramente levará a desinvestimentos.

Mesmo com os seguidos atrasos no processo de privatização das distribuidoras, a privatização deve ocorrer em 2018. Ainda é preciso chegar a uma solução viável para o total de dívida dessas companhias. É provável que a Eletrobras absorva perto de R\$20 bilhões de passivos caso queira privatizar as empresas e nada mude em relação aos passivos de CCC/CDE, mas mesmo assim, com a perspectiva de privatização da empresa como um todo, a ação voltou ao seu valor máximo alcançado em 2016 de R\$32 bilhões. Com a chegada do fim do ano e a janela no Congresso para decisões mais controversas sendo fechada, a empresa voltou a se desvalorizar e, atualmente, seu valor de mercado é de R\$26 bilhões.

Apesar da sequência de más notícias que explicam a performance do ano, mantivemos o investimento, acreditando em uma agenda positiva e pragmática do governo, que gerará valor ao acionista minoritário. Além de um *valuation* atrativo sustentado pelos recebíveis da RBSE, a companhia conta com incrementos da receita anual de geração proveniente da revisão do valor das cotas e, ainda, um dividendo mínimo que garante às ações PNs um *dividend yield* de 9%.

Importante destacarmos que a posição média que tivemos na empresa foi de 2,3% no ano, tamanho que achamos condizente com o alto risco do investimento. O exercício de futurologia é ingrato, e consideravelmente mais difícil quando excessivamente dependente de desdobramentos políticos. Nesses casos, normalmente temos duas abordagens: não investir por não sermos capazes de uma atribuição de valor minimamente crível; ou investir exigindo margem de segurança e com posições pequenas. Optamos pelo segundo e não foi uma boa escolha para 2017, que praticamente zerou o ganho que tivemos em 2016 com a companhia.

Conclusão

O ano de 2018 se inicia com desafios importantes. Além da tradicional incerteza de anos eleitorais, vivemos um momento de preocupante ausência de lideranças políticas, que dificulta a definição dos candidatos e a consequente avaliação dos cenários prospectivos. Ainda assim, acreditamos que a sociedade amadureceu bastante nos últimos anos: parcela significativa já parece entender os reais problemas a serem enfrentados e, finalmente, que não existe espaço para atalhos ou soluções milagrosas.

Reformas importantes e maior disciplina fiscal precisam ser implementadas por qualquer presidente a ser eleito. Não há mais espaço fiscal para aventuras populistas e o impeachment recente sinaliza que a sociedade não tolerará nova crise econômica.

Um governante com discurso econômico com viés mais liberal e que atraia equipe qualificada é a melhor alternativa que temos. A concretização desse cenário representaria o início de um longo e virtuoso processo de desenvolvimento mais sustentável.

Vale ainda ressaltar que os próximos anos contam com uma ampla capacidade disponível para responder a demanda de produtos e serviços, como consequência da forte recessão que deprimiu o PIB do país em aproximadamente 10%.

Assim como em outros momentos de recuperação econômica no Brasil, antecipamos que este processo será acompanhado por uma forte alavancagem operacional das companhias, em que os incrementos nos faturamentos das empresas impactarão seus lucros de maneira muito relevante.

Neste processo de “seleção natural” típico do sistema capitalista contemporâneo, temos convicção de que as companhias que possuem capital aberto em bolsa possuem ampla vantagem contra seus concorrentes menores e com mais dificuldade de acesso a recursos. Certamente sairão mais fortalecidas da crise e as evidências virão em forma de margem de lucro e rentabilidade.

STUDIO 30 FIC de FIA – Dezembro 2017

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
2016														
Studio 30 FIC FIA	0.59	3.61	5.68	3.49	-1.73	5.51	9.37	-0.59	-0.88	7.11	-5.91	-1.16	26.87	32.13
Ima-Geral	2.02	1.69	3.42	2.89	0.42	1.81	1.66	1.03	1.53	0.90	0.00	1.88	21.00	45.71
2017														
Studio 30 FIC FIA	6.43	3.43	-1.29	0.55	-4.40	2.79	4.72	4.30	4.24	-0.07	-2.42	4.59	24.66	64.71
Ima-Geral	1.80	2.26	1.22	0.29	0.01	0.82	2.34	1.07	1.33	0.13	0.00	0.88	12.82	64.39

Studio 30 FIC FIA: PL (MM) R\$ 95 | PL médio 12m (MM) R\$ 87.9

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 608.6

* Atualizado até 29/12/2017

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 BNY Mellon Banco S.A (017) Agência: 001 CC: 1852-0

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	27.0%
Energia Elétrica	20.8%
Consumo	15.5%
Petróleo	8.9%
Siderurgia	5.2%
Construção	5.2%
Saude	2.0%
Educação	0.0%
Caixa	15.4%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	16%
> R\$10 bi	74%
	93.2%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	2%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	30%
> R\$20 mm	61%
	93.2%

*Dados atualizados em 29-dezembro-2017

*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 2017

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
2016	Studio FIC FIA	-0.03	3.65	6.07	3.91	-2.48	5.31	9.65	-0.99	-1.23	7.64	-6.51	-1.45	24.73	104.03
	Ibovespa*	-6.79	5.91	16.97	7.70	-10.09	6.30	11.22	1.03	0.80	11.23	-4.65	-2.71	38.94	-11.32
2017	Studio FIC FIA	6.52	3.38	-1.58	0.39	-4.95	2.64	4.72	4.41	4.56	-0.30	-2.86	4.77	23.14	151.24
	Ibovespa*	7.38	3.08	-2.52	0.64	-4.12	0.30	4.80	7.46	4.88	0.02	-3.15	6.16	26.86	12.49

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 173.7 | PL médio 12m (MM) R\$ 142.8

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 608.6

* Ibovespa é apenas referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance

** Atualizado até 29/12/2017

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	27.2%
Energia Elétrica	20.9%
Consumo	15.3%
Petróleo	8.9%
Construção	6.1%
Siderurgia	5.1%
Saúde	2.0%
Educação	2.0%
Caixa	12.5%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	2%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	15%
> R\$10 bi	70%
	87.5%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	3%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	20%
> R\$20 mm	64%
	87.5%

*Dados atualizados em 29-Dezembro-2017

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.