

## Carta 2018

### Introdução

O ano de 2018 foi muito importante para o Brasil. Após os graves erros da “nova matriz” econômica dos governos Lula, e, principalmente, Dilma, felizmente houve um desvio de rota em 2016 a partir do *impeachment* da Presidente. Com uma agenda que buscava corrigir os descontroles dos gastos públicos e recuperar a produtividade da economia, saímos da recessão e abriu-se caminho para uma trajetória mais virtuosa. O ano prometia ser um divisor de águas: ocorreriam as primeiras eleições gerais desde que houve uma alteração na trajetória da política econômica brasileira. Corríamos o risco de retroceder e retornar à rota do atraso econômico. Felizmente não foi o que ocorreu. A eleição de Bolsonaro, apesar das muitas incógnitas, nos mantém na direção pró-desenvolvimento e deve trazer mais legitimidade política para seguirmos no curso das reformas necessárias. Não será sem sobressaltos, mas com um diagnóstico preciso dos nossos problemas e com alguns temas cruciais já bastante debatidos e bem assimilados pela sociedade, estamos otimistas com as perspectivas. Uma agenda de reformas, iniciando pela Previdência, são essenciais para alterar a perspectiva de crescimento dos gastos públicos no médio e longo prazo e, assim, reestabelecer as condições para retomada do crescimento sustentável. Tendo sucesso na implantação da reforma da previdência, a economia brasileira deve retomar um ciclo de crescimento e desenvolvimento. Nesse cenário, as reformas que se sucederão tendem a ter mais facilidades para serem aprovadas pelo Congresso. Em um cenário em que as condições econômicas melhoram, o governo se torna mais popular e conseqüentemente fica mais fácil a aprovação de novas medidas.

Em relação à Studio, é com satisfação que comemoramos em novembro do ano passado nove anos de existência navegando de forma resiliente pelos diferentes ciclos econômicos no período. Buscamos sempre aprimorar os processos, aprofundar nossas análises e encorajar a interação do time. É um processo diário de aprimoramento das engrenagens do complexo processo de análise e gestão de investimentos, que encaramos como um aprendizado contínuo que deve estar melhor a cada ano, individualmente e como equipe.

Nos próximos parágrafos falaremos dos dois principais impactos positivos no ano, Bradesco e Cemig, juntamente com outros investimentos dos respectivos setores de Bancos e Energia Elétrica que representaram 70% da performance do fundo no período. Também comentaremos sobre o pior investimento do ano, nossa posição em Qualicorp que, apesar de pequena, trouxe perdas relevantes.

### Bancos

Mais uma vez, voltamos a usar esse espaço de nossa carta para destacar a contribuição positiva de nosso investimento em bancos. No final de 2017, consideramos que não seria necessário detalhar o racional da posição, pois consideramos que a carta de 2016 já justificava suficientemente e não haveria necessidade de repetir os argumentos, apesar da posição ter repetido o topo da lista de contribuições.

Agora, em 2018, acreditamos ser pertinente voltar a falar um pouco sobre esses nossos investimentos e destacar que durante o segundo semestre acrescentamos Banco do Brasil às tradicionais posições de Itaú e Bradesco.

Como já comentamos anteriormente, o principal pilar que sustentou nossa tese de investimentos tanto em Itaú quanto em Bradesco durante os últimos 3 anos foi a elevada resiliência que acreditávamos que deveria ser comprovada com a divulgação dos resultados das companhias (Gráfico 1), mesmo sem discordar que o cenário econômico brasileiro seria bastante desafiador.

**Gráfico 1**

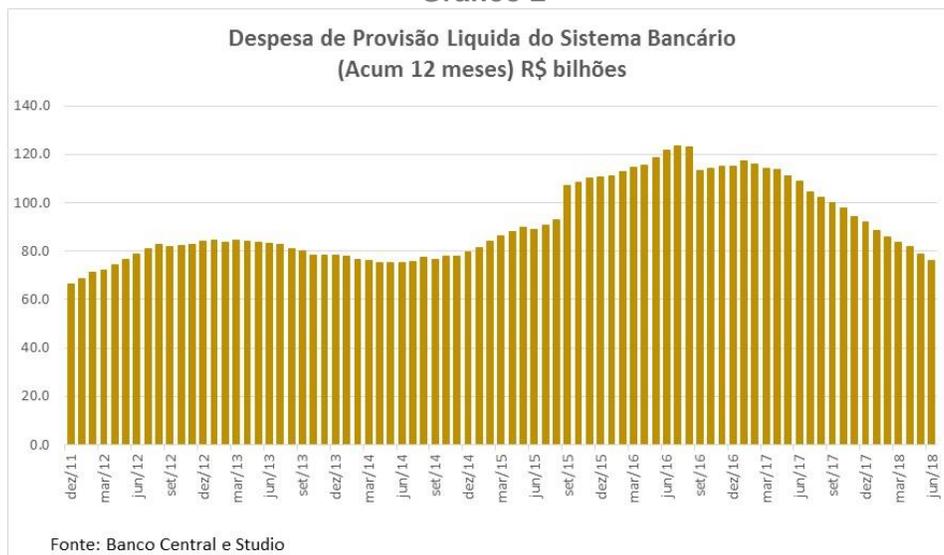
**ROE Bradesco e Itaú  
(Retorno / Patrimonio)**



Parecia bastante consensual que as carteiras de crédito dos bancos privados não mostrariam crescimento durante aquele período, mas, ainda assim, o pior momento da crise começou com nível de cobertura de carteira e provisionamento tão elevados que a redução das despesas trimestrais de provisão deveria assegurar que o retorno seguiria bastante alto. Conforme podemos observar no Gráfico 2, no ano de 2016 a despesa de provisão chegou a acumular R\$ 123 bilhões. Mais recentemente, o último dado disponibilizado pelo Banco Central comprovava uma significativa retração de quase R\$ 50 bilhões, totalizando R\$ 76 bilhões em junho de 2018.

**Gráfico 2**

**Despesa de Provisão Líquida do Sistema Bancário  
(Acum 12 meses) R\$ bilhões**



Após 2016 teve início no Brasil um movimento de alternância de poder com gradual conscientização dos principais agentes políticos e da sociedade em geral, sobre a necessidade de uma mudança radical nos princípios que fundamentaram as políticas econômicas praticadas durante os últimos mandatos presidenciais.

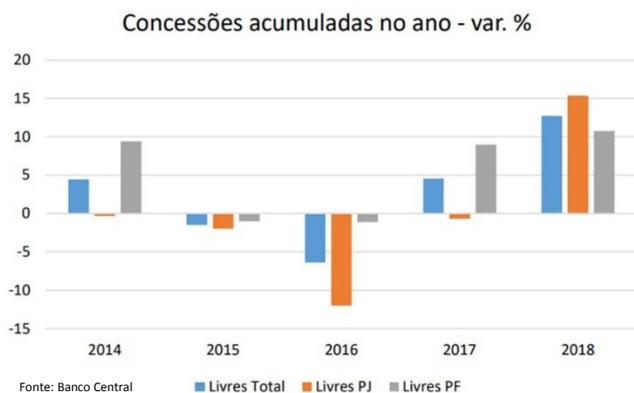
É nesse novo contexto político e econômico que passamos a avaliar uma nova oportunidade. Aquele caso de investimento que justificou uma posição relevante, primeiro em Itaú e depois em Bradesco, muito pautado na resiliência de seus resultados e redução de despesas de provisão, não parecia mais suficiente para justificar os novos níveis de *valuation* que passaram a vigorar no mercado local. Chegamos a vender quase toda nossa posição durante os primeiros meses de 2018, ao identificar uma combinação de múltiplos mais elevados com uma incerteza ainda bastante alta sobre o resultado da eleição que aconteceria em outubro.

Durante o segundo semestre, avaliamos que alguns preços já ofereciam margem de segurança para voltar a atrair investimentos, mesmo sem exigir um palpite para o resultado final da corrida presidencial. Nosso principal investimento naquele momento foi uma posição em Banco do Brasil. Mesmo negociando a 70% do seu valor Patrimonial, naquele momento, nossa característica conservadora acabou limitando o tamanho de posições que montamos em ativos como esse, de característica mais arriscada.

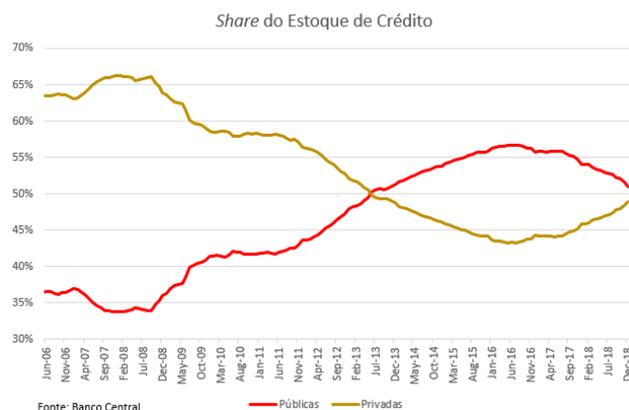
Ainda no segundo semestre voltamos a montar uma posição relevante nos bancos privados de controle nacional, mais concentrada em um investimento em Bradesco. Apesar de já não encontrarmos os atrativos múltiplos que prevaleciam ao final de 2015 e início de 2016, o cenário hoje parece oferecer uma oportunidade muito mais saudável de crescimento da carteira de crédito e, conseqüentemente, dos lucros das companhias.

Além de já visualizarmos o incremento das concessões conforme o Gráfico 3, destacamos que seguindo o direcionamento da atual equipe econômica, o espaço para expansão da carteira dos bancos privados poderá surpreender por não se limitar ao crescimento consolidado do mercado de crédito. Acreditamos que nos próximos anos haverá uma retomada bastante expressiva do *market share* que foi capturado pelos bancos públicos, principalmente após a crise de 2008 (Gráfico 4), e essa deve ser a principal alavanca de geração de valor para essas companhias.

**Gráfico 3**



**Gráfico 4**



## Cemig e Energia Elétrica

Desde o início da Studio, o atual investimento em Cemig é a mais longa e construtiva aposta na empresa. No passado, tivemos participações *long* em 2012 e 2014 que duraram apenas poucos meses, já que não passaram pelo crivo do processo usual de aprofundamento no *case* depois do investimento inicial. Ao longo de 2014 e 2015 fizemos posições *short*, tendo como pano de fundo a estrutura de capital alavancada demais para enfrentar uma desaceleração provável da economia, além do nosso ceticismo em relação ao mérito da briga jurídica que a empresa travava contra a União em relação ao prazo do contrato de concessão de 3 de suas principais usinas de geração hídrica. De fato, a empresa perdeu as usinas e ficou muito perto de uma crise severa de liquidez durante os anos de 2015 e 2016.

Antes de chegarmos ao investimento de 2018, é importante narrar um pouco da história dos últimos anos para contextualizar a nossa dificuldade em ter uma visão mais positiva da empresa que foi, por boa parte da história da Studio, a ação mais coberta e de maior liquidez do setor.

Durante os governos do PSDB no Estado de Minas Gerais, mais precisamente entre 2007 e 2013, a estratégia da empresa foi marcada por um enorme apetite por novos investimentos, na maioria das vezes com retornos questionáveis, e uma política de dividendos também muito agressiva, estimulada por um importante acionista que sempre estimulou *pay out* elevado.

Para citar os piores negócios feitos no período, podemos listar a participação na Usina de Santo Antônio em 2007 (Governo Aécio Neves), aquisição de participação na Light em 2010 e 2011 (Governo Anastasia) e aporte bilionário feito em 2014 na Renova (Governo Anastasia). Cada um desses investimentos destruiu aproximadamente 3 bilhões de reais<sup>1</sup>, somando quase 10 bilhões em perdas. O valor de mercado atual é de 20 bilhões de reais.

A estratégia de alocação de capital associada à política de dividendos irresponsável, a baixa eficiência na gestão de custos do negócio e a maior crise econômica da história do país quase destruíram a empresa. O governo do PT, que assumiu a empresa em 2015, não teve muita responsabilidade na derrocada, mas também nenhum mérito relevante para sua recuperação, já que não conseguiu implementar nenhuma medida importante do plano de desinvestimento e melhora do custo operacional traçado no início do mandato. Os anos do Governador Pimentel foram marcados por constantes hesitações na venda de ativos e muito foco na rolagem de dívidas, já que a empresa tinha muitos vencimentos e um grande desafio de liquidez.

Os números desse período são superlativos. Entre 2006 e 2016, a empresa teve uma geração de caixa operacional de 32 bilhões e investiu 22 bilhões, valor maior que o dobro da depreciação. Ela distribuiu 21 bilhões em dividendos, levando a dívida a crescer 11 bilhões (aumento de dívida = 21+22-32), enquanto o *EBITDA* de 2016 foi nominalmente igual ao de 2006. Esses valores dão mais uma dimensão da destruição de valor do período.

Finalmente chegamos a 2018, ano eleitoral, quando é esperada grande volatilidade em empresas estatais e nos mercados como um todo. Entre o final de 2017 e início de 2018, a Cemig conseguiu rolar a maior parte das suas dívidas, grande preocupação que tínhamos. No período de poucos meses, foram rolados 7 bilhões de reais em dívidas (quase 2 vezes o valor do *EBITDA*) e o

---

<sup>1</sup> A perda representa a diferença entre os aportes feitos nesses investimentos, trazidos a valor presente pelo custo de capital, e o valor de mercado atual da Renova e Light e o valor patrimonial de Santo Antonio

prazo médio passou de 2 para 4 anos. Em maio, a distribuidora teve sua revisão tarifária, passando a refletir as quedas de volume de 2015 e 2016 e todos os investimentos feitos no último ciclo tarifário de 4 anos, o *EBITDA* da distribuição passaria dos 400 mm em 2016 e 800 MM em 2017 para aproximadamente 1,7 bilhão, o que traria um maior equilíbrio financeiro.

Nosso atual investimento foi feito em junho, quando a ação bateu 6,5 reais, aproximadamente o preço mais baixo atingido antes do impeachment de Dilma Rousseff em 2016, quando a empresa passava por um enorme problema de liquidez e a visibilidade sobre quando a crise econômica arrefeceria e o rumo do país era muito baixa e, particularmente, sombria.

Apesar da perspectiva para o Governo de Minas ser a saída do PT, o estresse no mercado nos meses de maio e junho podiam trazer problemas para a Cemig. Mesmo depois da positiva revisão tarifária da distribuição, a empresa ainda estava muito alavancada e, portanto, excessivamente sensível a quedas de mercado. Adicionalmente, grande parte das rolagens de dívidas feitas no último ano foram em dólar, *hedgedas* a até 5 reais: uma desvalorização expressiva da moeda poderia trazer novos desequilíbrios na estrutura de capital.

O retorno que víamos no investimento era de aproximadamente 18% em termos reais, com nenhuma grande premissa de ruptura de volume de energia e câmbio, sem venda de ativos e de pouca melhora de custos, além da expectativa de que o PSDB retomasse o poder no Estado, o que, apesar do histórico, deveria ser visto como positivo pelo mercado.

Com esse cenário, acreditávamos que existia uma boa assimetria no investimento; ainda assim, as possíveis perdas numa nova retração da economia ou desvalorização cambial seriam relevantes. Por conta desses fatores, começamos o investimento com uma posição pequena, uma vez que costumamos ser conservadores em posições de empresas muito alavancadas e estatais. Sempre acreditamos que a quantidade de coisas que não sabemos sobre as empresas, as pessoas e o mundo é muito maior do que aquelas que sabemos, e o problema das empresas alavancadas é que o impacto do que não sabemos é muito maior.

Nos meses seguintes, a ação teve muita volatilidade mas girou ao redor de 7 reais até que, na semana do primeiro turno da eleição, um evento que estava totalmente fora do radar começou a dominar a performance da ação. O candidato do Partido Novo ao governo de Minas ascendeu rapidamente nas pesquisas e acabou terminando o primeiro turno em primeiro lugar.

Acometidos pela sorte - que é um elemento de extrema importância na profissão de investimentos (não somos dentistas<sup>2</sup>) e na vida -, vimos a ação atingir em uma semana o valor que esperávamos no cenário base inicial.

Até o primeiro turno a possibilidade de privatização não estava no cenário base, mas na medida em que ficou claro que o candidato do Novo ganharia as eleições, passamos a incorporar esse cenário, quando trocamos metade da posição por ações ON, já que, assim, achamos uma forma mais eficiente de nos apropriar de um eventual prêmio de controle.

---

<sup>2</sup> Taleb gosta de usar a profissão de dentista como contraponto à de gestor. O gestor é uma profissão com padrões de extremo (*extremistan*), como artistas e empreendedores, existem poucos de muito sucesso e muitos de pouco sucesso, o meio é pouco habitado. Já o dentista é uma profissão com padrão de média (*mediocristan*), como professores e psicólogos, quando a dispersão de renda/sucesso é infinitamente menor. A relevância da sorte nos dois tipos de profissão é extremamente diferente, as com padrão de extremo são muito mais dependentes dela do que as com padrão de média.

Atualmente acreditamos que boa parte do ganho com uma eventual privatização já está no preço, nosso investimento dobrou de valor de junho a dezembro e os desafios políticos para uma eventual venda da empresa são grandes.

No campo da expectativa, como o que acontece agora, a esperança pode ficar irrealista, e é preciso estar atento. O modelo de venda de ativos ainda não está definido, muito menos quais deles serão vendidos, mas acreditamos que uma mudança relevante vai ocorrer na empresa e, caso a distribuição seja vendida, vemos um alto nível de interesse no ativo pela sua relevância e analogia com a competição pela Eletropaulo durante o ano de 2018, por isso continuamos positivos.

Optamos por falar sobre Cemig por ela ter sido a segunda maior contribuição ao fundo no ano, mas vale uma menção, bem mais breve, a outros investimentos no setor de energia elétrica, o de maior impacto na carteira neste último ano.

A segunda ação mais importante dentro de Energia Elétrica foi Energisa. Nosso atual investimento teve início na época do IPO da empresa, em julho de 2016. Desde então, e particularmente em 2018, a Energisa vem se beneficiando da evolução do competente *turnaround* das concessões compradas em 2014 do Grupo Rede e do bom crescimento dos mercados em que atua, que vêm crescendo acima da média do país. Em 2018 duas novas concessões foram compradas (Rondônia e Acre) e devem garantir o forte crescimento com rentabilidade nos próximos anos. Tudo isso levou a uma performance de 40% da ação no ano.

O terceiro maior impacto setorial foi a CPFL Energia, *case* um pouco diferente. Éramos acionistas da companhia em 2016 quando a chinesa State Grid comprou o controle do grupo Camargo Corrêa. Vendemos nossa posição depois da forte apreciação gerada pela expectativa de *Tag Along*. A oferta acabou se concluindo mais de um ano depois, em novembro de 2017. Na OPA, um número de acionistas maior que o normal acabou não aderindo por motivos que desconhecemos e, aparentemente, foram obrigados a vender suas participações nos dias seguintes. Essa pressão de venda fez com que a ação caísse de R\$27,7 (preço da OPA de *Tag Along*) para R\$18, quando começamos o nosso investimento.

A tese se baseava na nossa crença de que o novo controlador voltaria com uma oferta para fechar o capital da empresa, já que a oferta feita no final de 2017 foi relativa à troca de controle. As regras do Novo Mercado da Bovespa estabelecem que as empresas precisam se enquadrar nos limites de *free float* e liquidez em até 18 meses, portanto, a CPFL precisa tomar uma decisão até maio de 2019, quando deve escolher um dos dois caminhos, uma oferta de deslistagem do Novo Mercado ou uma oferta de ações que leve a um *free float* de, pelo menos, 15% (*free float* atual perto de 5%).

No cenário que acreditávamos mais provável haveria uma nova oferta de fechamento de capital acima do preço da última, ajustado pelo CDI (aproximadamente R\$31), já que a empresa teve um excelente ano, com rápido *turnaround* de resultados na última concessão adquirida (AES Sul), ótimas revisões tarifárias das duas concessões mais importantes e bom crescimento de mercado nos últimos trimestres. Essa expectativa foi atualizada mais recentemente pela forte performance do setor na Bolsa após a eleição presidencial, que levaria a preços mais próximos de R\$40/ação. Importante destacar que em um eventual processo de saída do Novo Mercado, o acionista minoritário tem a prerrogativa de escolher a empresa que fará o laudo de avaliação a que respaldará a OPA.

No cenário menos provável, a companhia teria que fazer uma oferta secundária de ações, já que não há necessidade de novos recursos. Esse cenário parecia extremamente improvável porque levaria a uma queda das ações e se concretizaria provavelmente a um preço abaixo do pago pelo controlador em 2017. Não nos parecia razoável que o controlador vendesse ações mais baratas do que comprou há um ano, uma vez que a empresa vem surpreendendo positivamente nesse íterim. A State Grid teria que fazer um investimento de apenas 1,5 bilhão de reais para fechar o capital; a aquisição total foi de 30 bilhões.

A valorização das ações do setor e o cenário mais benigno para investimento levaram a um rebalanceamento dos cenários que prevíamos. É possível que a chance de um novo IPO seja parecida com a opção de saída do Novo Mercado atualmente. Acreditamos que os investidores exigirão mais retorno em uma eventual oferta da CPFL do que demandam nas empresas “premium”. A diferença agora é que, mesmo com desconto, a oferta tem grande probabilidade de sair acima do preço comprado pela State Grid. É importante ressaltar que a grande motivação do novo controlador em manter a companhia aberta é ter melhores padrões de governança corporativa e transparência.

A ação negocia com retorno de aproximadamente 10% real nos preços atuais de mercado, depois de ter valorizado 50% no ano de 2018. Esse é atualmente um dos maiores retornos da carteira e segundo maior retorno entre nossos investimentos de *utilities*.

## Qualicorp

A principal perda do fundo em 2018 veio da posição em Qualicorp. Ainda que nossa posição média no ano tenha sido de 2,6%, as ações da companhia caíram 56% nesse período e o impacto na rentabilidade do fundo foi relevante.

Montamos a posição em Qualicorp no mês de fevereiro. A ação teve forte performance em 2017 com os resultados operacionais (medidos pelo *EBITDA*), crescendo 21% a/a por conta de esforços internos de otimização de despesas comerciais e de estrutura administrativa, à despeito da deterioração no número de vidas administradas pela empresa.

Investimos na empresa após a ação cair 25% de seu ponto mais elevado, em setembro de 2017.

Apesar da melhora nos resultados financeiros, a dinâmica operacional já começara a se deteriorar desde 2015. Mas foi em 2017 que houve uma perda mais clara de participação da empresa em relação ao segmento em que opera (planos coletivos por adesão) e ao segmento total de saúde suplementar no Brasil (tabela 1).

**Tabela 1**

Número de Beneficiários de Planos de Saúde ('000 vidas)					
	2014	2015	2016	2017	9M18
Qualicorp (Adesão)	1,467	1,365	1,370	1,212	1,186
Mercado de Adesão	6,814	6,670	6,507	6,419	6,430
Total Planos de Saúde	50,433	49,208	47,623	47,198	47,293
% Qualicorp do Mercado de Adesão	21.5%	20.5%	21.1%	18.9%	18.5%
% Qualicorp do Mercado Total	2.9%	2.8%	2.9%	2.6%	2.5%

Fonte: Qualicorp e ANS

Além disso, ao longo do ano de 2018, também ficou evidente um aumento do *gap* do reajuste médio efetivo da carteira de adesão da Qualicorp com o reajuste anual concedido pela companhia (tabela 2). Tal discrepância é resultado de três movimentos que ocorreram de forma coincidente: i) maior venda de planos mais acessíveis e cancelamentos (*churn*) de planos com ticket mais elevado, ii) *downgrade* dos beneficiários para planos mais acessíveis, de certa forma estimulado pela companhia por ocasião do reajuste anual, iii) redução do *fee* de administração e corretagem que a Qualicorp cobra dos planos e beneficiários por conta da dinâmica competitiva mais dura e aumento de força relativa dos operadores de saúde.

**Tabela 2**

Reajustes Anuais de Carteira Adesão					
	2014	2015	2016	2017	3Q18 YoY
Reajuste Médio da Carteira Qualicorp	17.0%	17.8%	22.1%	20.7%	17.7%
Ticket Médio Adesão Qualicorp*	17.0%	14.9%	19.6%	13.4%	6.1%

\*Considera Taxa de Administração + Corretagem

Fonte: Qualicorp e Studio

Ainda assim, o resultado financeiro atestava a resiliência de seu modelo de negócios. Mesmo com o cenário desafiador de 2018, com as vidas médias no segmento de adesão caindo 8,5%, e com a redução do *fee* cobrado como descrito na tabela 3, o *EBITDA* da companhia deve se manter praticamente estável vs. 2017, ano de forte expansão de resultado, como já comentado/apresentado. A companhia, no período de 2016 até meados de 2018, pagou em dividendos e recompra de ações pouco mais de R\$1 bilhão (30% de seu valor de mercado atual).

**Tabela 3**

% Cobrado de Taxa de Administração + Corretagem			
	3Q16	3Q17	3Q18
% Taxa de Administração + Corretagem	17.6%	17.7%	16.4%

Fonte: Qualicorp e Studio

Para completar esse cenário já desafiador, no início de outubro, a companhia anunciou a aprovação de um pacote de retenção pelo seu Conselho de Administração ao fundador e CEO. No nosso entender, o caso deveria ter sido levado para votação em Assembleia de Acionistas e o ocorrido nos pareceu um aumento de remuneração do executivo travestido de contrato de não-competição.

Pelo acordo, a Qualicorp se comprometeu a pagar R\$ 150 milhões líquidos de impostos a José Seripieri, o Júnior, para sua permanência na empresa por 6 anos, além de um incremento em sua remuneração anual como executivo em até R\$ 20 milhões adicionais a partir de 2019. Na semana seguinte ao anúncio, um importante acionista minoritário anunciou um acordo com José Seripieri, melhorando os seus termos: Júnior se comprometera a adquirir esses R\$ 150 milhões recebidos em ações da companhia até o fim de 2018 (tal compra foi concluída em novembro). Além disso,

esse acionista elegeria, de forma imediata, um representante para o Conselho de Administração e todas as novas operações envolvendo partes relacionadas passariam, a partir de então, a serem submetidas à Assembleia de Acionistas. Concordaram ainda em aprimorar os estudos para que a remuneração anual de Júnior, a partir de 2019, estivesse mais alinhada ao resultado da companhia.

Com tudo isso, as ações despencaram quase 30% no dia do anúncio e pouco se recuperaram desde então. Reputações são construídas por anos e se vão em minutos, o caminho de volta será sempre mais difícil.

Claramente, a dinâmica do segmento da Qualicorp já se mostrava mais negativa, sobretudo desde 2017, e o acordo anunciado em outubro foi inaceitável pelo evidente conflito de interesse e pela forma que foi feito.

Mas, olhando hoje, o *valuation* da companhia parece projetar a ruptura de seu modelo de negócios em um futuro próximo. Suas ações estão sendo negociadas a 7x P/L 19 ajustado<sup>3</sup>, *dividend yield* de 12% e FCFE *Yield*<sup>4</sup> de 15%. Dessa forma, se o modelo de negócios da empresa não se alterar de forma drástica, a Qualicorp retorna o seu valor de mercado em caixa em um período de 6 anos.

Há ainda estudos internos em estágio avançado para reduzir o capital social da companhia e retornar de forma mais acelerada o capital aos seus acionistas. Imaginando um cenário com distribuição extraordinária de dividendos de R\$ 800 MM, a companhia estaria negociando a um P/L de 6x e seu valor de mercado poderia ser retornado em forma de dividendos em apenas 5 anos.

Ainda assim, as perspectivas para o negócio seguem negativas a despeito da provável recuperação da economia brasileira. A venda de novas vidas possivelmente não superará os cancelamentos (*churn*) em 2019. Vale ressaltar que o preço médio do plano da Qualicorp está em R\$ 794/mês/vida, o que é elevado para o padrão de um brasileiro médio. Novos produtos de operadoras de saúde parceiras mais acessíveis são importantes para a companhia voltar a crescer seu estoque de vidas administradas de forma mais recorrente.

De qualquer forma, nos parece que os anos de forte queda no estoque de vidas administradas pela empresa já ficaram para trás. Com a melhora da conjuntura macroeconômica, a disponibilidade de planos mais acessíveis em seu canal de vendas e o realinhamento dos incentivos de suas plataformas de vendas, a dinâmica de vendas líquidas de *churn* tende a se inverter em algum momento do biênio 2019-2020.

Ainda que subsistam muitas incertezas, consideramos a companhia com posicionamento forte o suficiente no segmento de administradora de benefícios para planos coletivos por adesão para que continue dominante nesse segmento e rentável para seus acionistas. A dinâmica do setor impõe muitos desafios: não se sabe como será equilibrado a alta inflação médica com a baixa renda da população e o déficit de serviço público. A governança da empresa teve uma grande mancha, mas o preço é difícil de ignorar. A empresa é, hoje, a mais barata da nossa carteira.

---

<sup>3</sup> P/L ajustado por amortização de aquisição de portfólio (líquida de efeitos fiscais) e relacionamento com clientes

<sup>4</sup> Fluxo de caixa para o acionista sobre o valor de mercado da companhia

## Conclusão

Estamos iniciando 2019 com uma perspectiva bem otimista. Temos um presidente eleito com uma plataforma mais liberal e uma equipe econômica com diagnóstico preciso das nossas vulnerabilidades fiscais. Além do ajuste nas contas públicas, a agenda de melhoria da produtividade é extensa. Após o período de forte depressão da atividade econômica do país, há amplo espaço para iniciarmos uma recuperação cíclica, com ociosidade de mão de obra e de capital físico. Para além disso, uma série de reformas microeconômicas que aumentem a competição e desburocratize os processos são necessárias. Acreditamos que a equipe do novo governo tem quadros com capacidade técnica para implementar essas políticas. Para isso, não precisamos inventar a roda, basta copiarmos os modelos que deram certo em outros lugares do mundo e adaptar à realidade brasileira.

Em um cenário em que as margens operacionais ainda estão em estágio inicial de recuperação após a forte compressão desde a crise iniciada em 2015, o espaço para elevação dos lucros operacionais das companhias brasileiras dentro de um contexto de crescimento econômico sustentável é muito alto. Vale ressaltar que as empresas da bolsa são, de uma maneira geral, as líderes de seus setores e saíram mais fortes e mais enxutas da recessão recente.

Temos a oportunidade de ter i) queda importante nos juros reais de longo prazo, ii) recuperação das margens de lucro das empresas e iii) crescimento de receita mais elevado de forma recorrente. São vetores que se alinham e indicam ótimas perspectivas para o mercado acionário nos próximos anos.

Seguiremos realizando nosso trabalho de selecionar de forma diligente os ativos que reúnam as melhores relações de risco x retorno. Para isso, a experiência de nove anos e o ajuste constante na engrenagem do nosso processo de investimento nos deixam mais preparados para o futuro e com motivação renovada.

## STUDIO 30 FIC de FIA – Dezembro 2018

### Estratégia 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.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	IMA-G Ano	Início	IMA-G Início
<b>2018</b>	8.67	0.89	0.20	-0.50	-9.75	-4.50	7.11	-3.39	1.55	10.56	5.67	2.09	18.07	10.03	94.48	80.88
<b>2017</b>	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	12.82	64.71	64.39
<b>2016</b>	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	21.00	32.13	45.71
<b>2015</b>	-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	9.32	4.14	20.43
<b>2014</b>	-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	12.36	-5.64	10.16
<b>2013</b>			-0.04	1.46	-1.07	-5.31	2.69	2.33	2.48	4.12	0.03	-1.41	5.06	-1.95	5.06	-1.95

Studio 30 FIC FIA: PL (MM) R\$ 113.6 | PL médio 12m (MM) R\$ 100.8

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 863

\* Atualizado até 31/12/2018

### 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
Tributação:	15% de IR sobre os rendimentos, incidente no resgate
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.
Energia Elétrica	22.0%
Financeiro	21.2%
Consumo	20.2%
Petróleo	8.8%
Siderurgia	5.6%
Papel e celulose	2.7%
Tecnologia	2.3%
Saúde	2.2%
Transporte	2.0%
Industrial	1.0%
Construção	-0.8%
Educação	-0.9%
Caixa	13.7%
	<b>100.0%</b>

\*Dados atualizados em 31-dezembro-2018

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	12%
> R\$10 bi	82%
	<b>97.8%</b>

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	14%
> R\$5 mm e < R\$20 mr	25%
> R\$20 mm	59%
	<b>97.8%</b>

\*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](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](http://www.studioinvest.com.br)

[contato@studioinvest.com.br](mailto: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](http://www.bnymellon.com.br/sf)

SAC: [sac@bnymellon.com.br](mailto:sac@bnymellon.com.br)

ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219

Ouvidoria: [ouvidoria@bnymellon.com.br](mailto:ouvidoria@bnymellon.com.br) ou 0800 7253219

Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, e o regulamento antes de investir. 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, que não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira ou de qualquer mecanismo de seguro. Taxa de administração máxima: 2.5% 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 2018

### Estratégia 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.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Ibov Ano*	Início	Ibov Início*
<b>2018</b>	8.95	0.69	-0.16	-0.79	-10.73	-5.01	6.98	-3.86	1.70	10.99	5.38	2.45	15.48	15.03	190.14	29.40
<b>2017</b>	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	26.86	151.24	12.49
<b>2016</b>	-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	38.94	104.03	-11.32
<b>2015</b>	-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	-13.31	63.58	-36.17
<b>2014</b>	-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	-2.91	54.43	-26.37
<b>2013</b>	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	-15.50	69.94	-24.16
<b>2012</b>	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	7.40	58.46	-10.26
<b>2011</b>	-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	-18.11	33.17	-16.44
<b>2010</b>	-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	1.04	35.61	2.04
<b>2009</b>											-0.06	5.12	5.06	0.99	5.06	0.99

Studio FIC FIA: AUM (MM) R\$ 159.4 | PL médio 12m (MM) R\$ 159.0

PL sob gestão (MM) R\$ 863.0

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

\*\* Atualizado até 31/12/2018

### 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
Tributação:	15% de IR sobre os rendimentos, incidente no resgate
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.
Energia Elétrica	22.1%
Financeiro	21.3%
Consumo	17.8%
Petróleo	8.8%
Siderurgia	5.6%
Construção	4.0%
Papel e celulose	2.7%
Tecnologia	2.4%
Saúde	2.2%
Transporte	2.0%
Industrial	1.0%
Caixa	10.1%
	<b>100.0%</b>

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	12%
> R\$10 bi	74%
	<b>89.9%</b>

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	14%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	19%
> R\$20 mm	57%
	<b>89.9%</b>

\*Dados atualizados em 31-dezembro-2018

#### Gestor/ Distribuidor

**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

**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

Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais, e o regulamento antes de investir. 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, que não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira ou de qualquer mecanismo de seguro. Taxa de administração máxima: 2.5% 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