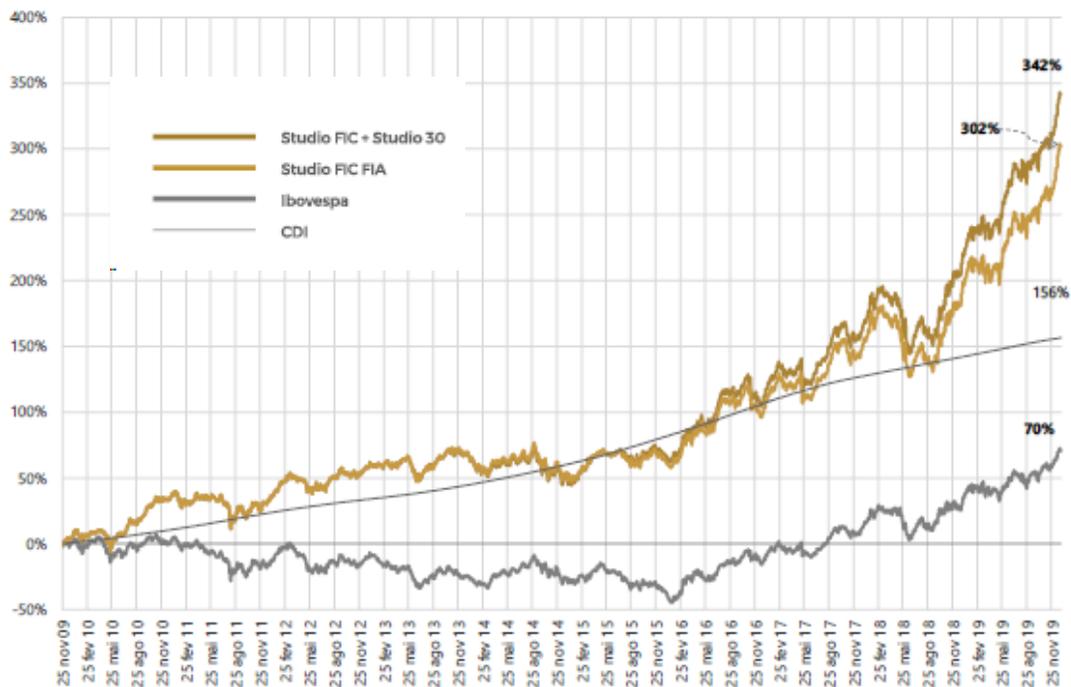


Carta 2019

Introdução – 10 anos

Gostaríamos de iniciar nossa carta deste ano celebrando junto com todos vocês os 10 primeiros anos da Studio. Este período não foi particularmente próspero para o mercado acionário brasileiro, mas nos orgulhamos muito de ter conseguido entregar uma performance sólida, consistente e sem grandes sobressaltos, que proporcionou um retorno acumulado de 342%, enquanto o Ibovespa subiu 70%.



Ao longo deste período bastante conturbado, que inclui a maior recessão econômica da história brasileira, nos mantivemos fiéis ao nosso princípio de concentrar todos os nossos esforços em encontrar as melhores empresas para investir e, com elas, construir um portfólio único para os nossos clientes.

Consolidamos nosso processo de investimento, aprimoramos controles de risco e formamos uma robusta equipe de colaboradores.

EQUIPE

Gestão e Análise



Beatriz Fortunato



Breno Guerbatin

Rodrigo Wrobel
Bernardo Doherty
Gabriel Rodriguez
Raphael Moore
Joana Freire
João Caneca
Roberto Tadeu
Marcus Kruel

Risco e Compliance



Pedro Sauer

Ana Carolina Gomes
Rafael Vianna
Giselle Duarte

Conselho Consultivo

⊙ Gabriel Stoliar ⊙ Gloria Serra

Através do constante exercício da nossa verdadeira cultura meritocrática, avançamos de maneira gradual, contínua e após esses 10 anos chegamos até nossa atual estrutura societária.

SÓCIOS



Estamos muito confiantes de que a Studio está preparada para os próximos 10 anos, com uma equipe alinhada, testada e capacitada para continuar encontrando ótimas oportunidades de investimento, em quaisquer dos diferentes momentos do ciclo econômico brasileiro.

Nas próximas páginas, retomaremos a dinâmica que costumamos apresentar em nossas cartas de final de ano, detalhando as duas principais teses de investimento que contribuíram de maneira positiva e a contribuição mais negativa do último ano.

Alpargatas

A Alpargatas foi a maior contribuição do fundo em 2019, a ação se valorizou 144% e pudemos nos beneficiar integralmente dessa valorização já que nosso atual investimento data de 2014. A empresa já foi, inclusive, tema da nossa carta de 2016 como um dos principais impactos positivos daquele ano. Para não nos alongar faremos uma exposição mais breve esse ano, falando dos desdobramentos mais recentes, já que o histórico mais antigo encontra-se na Carta de 2016 ([Clique aqui](#) para acessar).

Em 2016 já víamos como os três grandes drivers de criação de valor:

1) Alocação de capital: desinvestimento de operações não *core* e que demandam uma atenção desproporcional do *management*, além de não gerarem valor.

2) Melhora da rentabilidade da operação de Havaianas Brasil: melhor atuação entre os canais do varejo, correção de gargalos, recomposição de portfólio. Maior eficiência fabril e redução de SG&A.

3) Mercado internacional: aumento de países com operação própria de Havaianas, maior e mais eficiência na presença nos países que já atuam.

Sempre acreditamos que a troca de controle e a melhora da governança seriam um grande *trigger* para a exploração do potencial do *business* de Havaianas. Maior foco, alinhamento e competência seriam potentes combustíveis para destravar o valor de uma das marcas mais valiosas do Brasil.

O processo de troca de controle acabou sendo muito mais demorado do que prevíamos, já que o mesmo motivo que levou a Camargo Corrêa a vender a companhia em 2015 fez a JBS vender 2 anos depois tendo apenas tangenciado atacar as questões mais relevantes para a empresa.

Finalmente, no final de 2017, tínhamos um novo controlador, união de Cambuhy e Itaúsa, com horizonte de longo prazo, histórico em desenvolver culturas empresariais vencedoras, forte cultura de dono e foco em endereçar os pontos acima. Acionistas que além do comprovado histórico de sucesso empresarial agregaram, mais recentemente, importante expertise do business de Private Equity sem a obrigação mais danosa do mesmo: o prazo para desinvestir razoavelmente curto.

O novo controlador levou o primeiro ano aumentando o conhecimento sobre a empresa e fazendo uma enorme reformulação da sua governança, conselhos, comitês, incentivos (90 executivos incluídos no programa de sócios), e o mais importante, pessoas. Houve uma extensa mudança de executivos. Iniciaram o ano de 2019 com um time renovado, motivado e pronto para acelerar as iniciativas citadas para a criação de valor.

A cada interação nossa com os novos executivos ao longo de 2019, mais confortáveis ficávamos com o futuro da empresa. Esse processo foi coroado com o primeiro *Investor Day* do novo *management*, em novembro, que deu grandes indicações de que em 2 anos a companhia mudou radicalmente para melhor, muito melhor.

Alocação de Capital

Sobre as vertentes de criação de valor listadas acima, o primeiro item já evoluiu bastante: a companhia acordou a venda da Topper na Argentina por 6x EBITDA, a venda da operação têxtil na Argentina por 14,4 milhões de dólares, vendeu a operação de botas Sete Léguas por 5 milhões de reais, além de alguns imóveis. Também deixou de representar a marca Timberland no Brasil. Todas as operações acima eram deficitárias e tomavam desproporcional atenção dos executivos. Acreditamos que nesse tema ainda falta apenas uma definição sobre o que fazer com a Mizuno, já que a marca não é própria e tem pouca aderência à estratégia de explorar o potencial de rentabilidade e expandir a presença geográfica de marcas icônicas.

A saída gradual dessas operações menos rentáveis já deve mostrar uma evolução significativa nos retornos e vai permitir o foco total da empresa em desenvolver a marca Havaianas.

Melhora da rentabilidade da operação de Havaianas Brasil

Sobre a melhora de rentabilidade do negócio de Havaianas, em 2019 começou a ser implementado um plano com três principais vertentes. A primeira chamada de RGM (*revenue growth management*), que teve como primeira iniciativa a otimização de preços em alguns canais

que estavam desalinhados. Tudo feito com base na maior avaliação de elasticidade já feita no Brasil, que mostrou a baixíssima elasticidade do produto comparada a outros itens de consumo e, principalmente, comparada ao principal concorrente.



Fonte: Alpargatas

A quantidade de inteligência colocada na RGM mudou totalmente a dinâmica de precificação. Hoje a empresa sabe onde, o quanto e a que preço vendeu. Essa é, inclusive, uma marca da nova Alpa, como o novo *management* chama a companhia, uma empresa menos intuitiva e mais analítica, com muitas ações baseadas em estudo de dados.

Outras iniciativas na linha da receita (RGM) é o GTM (*go to market*) e DTC (*direct to consumer*). O GTM fez a segmentação dos canais para melhor atender as demandas específicas entre lojas conceito, monomarca, canal especializado e distribuidores. O principal objetivo é aumentar *market share* no canal especializado, que é 30% abaixo dos outros canais. Com o DTC, a distribuição direta deve aumentar com o tempo (de 1/3 atualmente para 2/3 do total), sem perder a enorme capilaridade que os grandes distribuidores oferecem. O foco atual é a melhoria de nível de serviço e fim da ruptura de produto. Para as franquias, foi implementado um processo de recomendação de compra baseado em *data analytics* e o *e-commerce*, anteriormente terceirizado, passou a ser feito internamente.

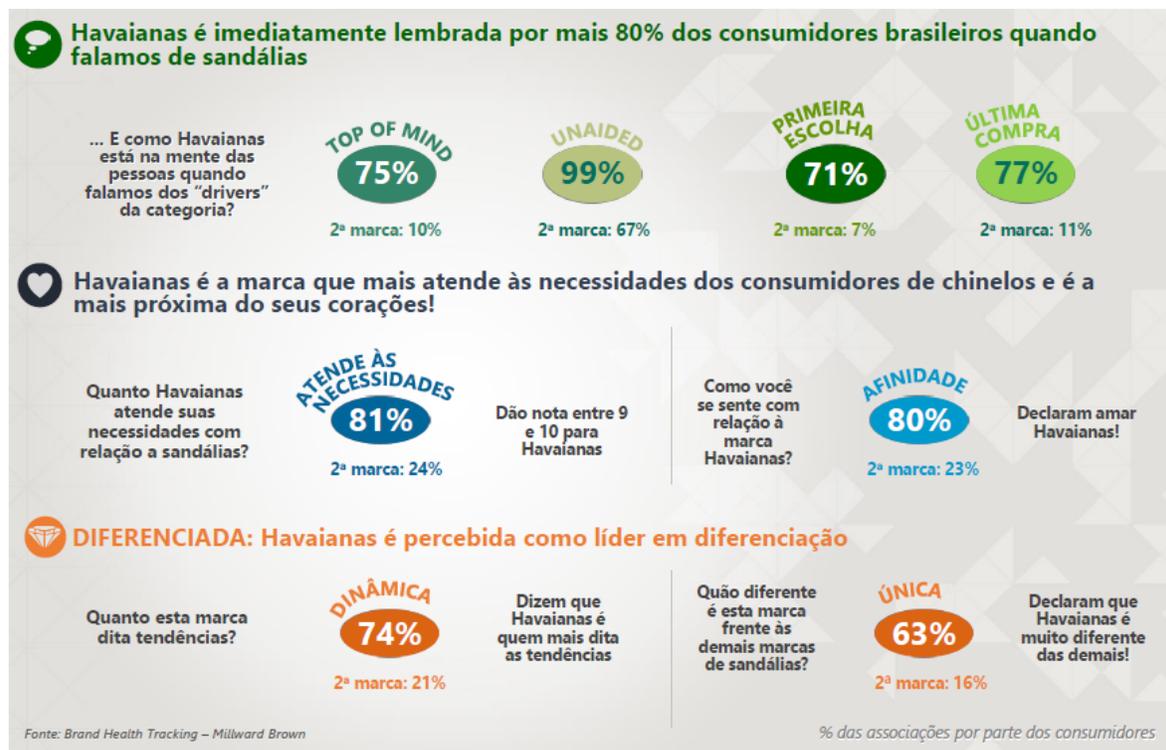
A última iniciativa na linha da receita seria explorar melhor o portfólio, com maior agilidade e resposta com monitoramento das redes sociais e maior foco em categorias com menor *market share* como masculino, que tem perto de 30% de *share*, vs. algo próximo a 70% no feminino, Kids e sandálias rasteiras.

Seguindo com as frentes de melhoria de eficiência, temos o VIP (*value improvement program*) que vai ter o foco no industrial e na cadeia de suprimentos. Parte importante da eficiência fabril vem do aumento da ocupação das fábricas, que desde a entrada da unidade nova, em 2014, em Montes Claros, está próxima a 70%. Entretanto, é importante ressaltar que, mesmo sem aumento

de volume, existe espaço para aumento de margem bruta.

A última iniciativa importante na eficiência é a redução de SG&A que se inspirará na aplicação de um extenso OBZ (orçamento base zero) e mudança do *mindset* de todos.

Essas iniciativas devem levar a operação da Havaianas do Brasil à maior margem EBITDA do setor em relação às empresas comparáveis no país (Grendene, Vulcabrás e Arezzo). Em 2018, a Alpargatas teve 15% de margem EBITDA, enquanto a Grendene teve 22%, a Vulcabrás 17,5% e a Arezzo (Brasil) 17,8%. Com o poder da marca da Havaianas não nos parece fazer sentindo uma rentabilidade menor.



Fonte: Alpargatas

Vemos a companhia hoje preparada para entregar com um atraso de praticamente 10 anos o *guidance* que foi prometido em 2007 para 2012 de 5 bilhões de receita líquida e 21,5% de margem EBITDA.

Acreditamos que o começo da criação de valor no ganho de eficiência virá, em grande parte, das iniciativas que já foram iniciadas. O ano de 2019 já mostra um resultado importante com um ganho de margem de 1,6%, mas, de maneira geral, os resultados das ações descritas acima ainda estão apenas no começo e devem gerar aumento de rentabilidade nos próximos anos.

Mercado internacional

Seguimos para o terceiro item de criação de valor, operações internacionais. Esse é, sem dúvida, o mais desafiador e com maior potencial de retorno: tornar a Havaianas uma marca Global.

Há anos a empresa tenta atingir tal objetivo. As operações internacionais têm sido erráticas e apresentam baixa rentabilidade, mesmo praticando um preço 3 vezes maior do que no Brasil. A Europa é o maior exemplo de sucesso, mas, ainda assim, tem uma representatividade tímida diante do seu potencial, algo perto de 10 milhões de pares por ano. Os volumes internacionais não crescem desde 2012, girando em torno de 30 milhões de pares.

Na Nova Alpa, a operação de Havaianas foi estruturada transversalmente, alinhada com as “5 Big Bets”, que são as principais geografias que estarão em foco (Brasil, EUA, Europa, China e Índia). Houve uma enorme reestruturação das operações e aumento da presença direta nos países.

Com o início da atuação direta na China e na Índia em 2019 e 2020, precisarão criar a marca do zero. Esses dois países são os maiores mercados de calçados abertos do mundo, são bilhões de pares por ano comparado aos 400 milhões no Brasil.

Os dois maiores *players* da China vendem 150 milhões de pares cada e, na Índia, o maior player também vende 150 milhões de pares. O tamanho do mercado potencial é enorme e existe motivo para otimismo em relação à receptividade da marca (quadro abaixo). A equipe certa com o modelo certo pode destravar muito valor nessa frente. É possível que a operação internacional se torne maior que a doméstica, que hoje é de aproximadamente 220 milhões de pares por ano, mas ainda é muito cedo. Esse não é um processo de meses ou trimestres, mas de anos. Estamos apenas no começo.

	Top of mind	Unaided	Primeira escolha	Última compra	Atende às necessidades	Afinidade	Dinâmica	Única
Austrália	55% 2ª marca: 5%	68% 2ª marca: 23%	46% 2ª marca: 6%	44% 2ª marca: 6%	42% 2ª marca: 18%	43% 2ª marca: 15%	45% 2ª marca: 17%	23% 2ª marca: 7%
Filipinas	43% 2ª marca: 9%	85% 2ª marca: 45%	46% 2ª marca: 7%	57% 2ª marca: 11%	48% 2ª marca: 20%	59% 2ª marca: 22%	55% 2ª marca: 27%	49% 2ª marca: 21%
Reino Unido	19% 2ª marca: 8%	27% 2ª marca: 22%	27% 2ª marca: 21%	20% 2ª marca: 20%	32% 2ª marca: 31%	32% 2ª marca: 34%	33% 2ª marca: 33%	21% 2ª marca: 19%
Portugal	66% 2ª marca: 6%	82% 2ª marca: 27%	58% 2ª marca: 19%	47% 2ª marca: 9%	60% 2ª marca: 31%	63% 2ª marca: 32%	72% 2ª marca: 33%	45% 2ª marca: 16%
Itália	42% 2ª marca: 13%	57% 2ª marca: 27%	43% 2ª marca: 19%	34% 2ª marca: 19%	48% 2ª marca: 26%	43% 2ª marca: 33%	55% 2ª marca: 36%	39% 2ª marca: 18%
França	27% 2ª marca: 4%	38% 2ª marca: 11%	35% 2ª marca: 15%	27% 2ª marca: 23%	37% 2ª marca: 22%	37% 2ª marca: 28%	31% 2ª marca: 14%	40% 2ª marca: 22%

Fonte: Alpargatas

Qualicorp

Em 2019, o segundo maior ganho do fundo veio da posição em Qualicorp, que subiu 243%, em contraste a 2018, quando ela foi a pior contribuição.

Como destacado na carta de 2018, havíamos montado a posição em fevereiro, após uma queda de 25% do seu ponto mais elevado, vindo de um ano de 2017 com um desempenho muito forte. Ao longo dos últimos anos, a companhia vinha, consistentemente, perdendo participação de mercado em número de beneficiários de planos de saúde coletivos por adesão, principal segmento em que opera, e os altos reajustes de preço dos planos não estavam se refletindo no aumento de ticket médio observado para a empresa, como pode ser visto na tabela abaixo.

Tabela 1

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Reajuste Médio da Carteira de Adesão	17.0%	17.8%	22.1%	20.7%	17.6%	17.5%
Ticket Médio da Carteira de Adesão	17.0%	14.9%	19.6%	13.4%	8.4%	5.4%

Fonte: Qualicorp e Studio

Ainda assim, a companhia foi capaz de realizar um excelente trabalho em custos e despesas ao longo dos últimos três anos, o que a permitiu manter seu EBITDA de 2018 praticamente igual ao de 2017 e devolver aos seus acionistas, via dividendos e programas de recompra de ações, toda a sua forte geração de caixa ao longo do período.

O ano de 2019 começou com poucas novidades no lado operacional, mas tínhamos a expectativa de que maiores investimentos em campanhas de vendas se traduzissem em um aumento relevante de *gross adds*. Dado o cenário competitivo mais brando nos anos de 2016 e 2017, a empresa passou por um processo de revisão das políticas de incentivo do canal de vendas, através de redução de comissões, o que impactou positivamente seus resultados, mas teve um efeito relevante na diminuição das vendas. O esperado aumento das despesas comerciais não aconteceu até o momento e as vendas também não melhoraram como prevíamos. Em contrapartida, a Qualicorp foi capaz de realizar tombamentos de carteira (adição de vidas vindas de outras administradoras de benefício sem esforço comercial comissionado) e aquisição de vidas via compra de carteiras, o que deve contribuir de maneira expressiva para que as adições líquidas de beneficiários de planos de adesão em 2019 terminem positivas. Nossa estimativa é que essa estratégia contribua com 15% do aumento bruto de vidas em 2019. Além disso, fruto da melhoria da conjuntura econômica e estratégia de retenção de beneficiários, o *churn* teve uma leve melhora nesse ano, mas ainda insuficiente para compensar a queda relevante no nível de vendas.

Do 1T19 para o 2T19, observamos uma inversão de tendência do percentual cobrado de taxa de administração e corretagem para os planos de adesão. Como pode ser visto na Tabela 2, elas vinham em queda, acentuando-se desde o final de 2017 até o início de 2019 e, a partir de negociações lideradas pelo então CEO José Seripieri, o Júnior, com as operadoras de saúde, essa dinâmica foi alterada. Foi um fator pontual, chave para que os tickets médios de 2019 não se deteriorassem ainda mais, e importante na indicação que o canal de distribuição da Qualicorp ainda consegue exercer algum poder de preço. Entretanto, não esperamos mais aumentos significativos daqui para frente.

Tabela 2

	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19
%Taxa de Administração + Corretagem	17.4%	18.0%	17.7%	17.0%	17.1%	16.7%	16.4%	16.5%	16.1%	16.8%	16.7%
Ticket Médio Novas vendas vs. Churn	22.1%	20.0%	20.8%	19.0%	24.4%	30.1%	38.5%	31.6%	30.4%	32.6%	33.6%
Downgrades (#vidas)	3,200	3,100	13,000	10,000	5,000	4,900	28,400	10,300	4,900	4,800	19,700
Redução do ticket médio no Downgrade			28%	26%	29%	30%	21%	28%	28%	29%	23%

Fonte: Qualicorp e Studio

Embora menos relevante do que o giro de beneficiários na base de vidas, também observamos uma redução de 23% no número de *downgrades* nos 9M19 vs. 9M18, fruto da correção do equívoco cometido na estratégia de retenção realizada em 2018 e da elaboração de planos de saúde mais atrativos para os beneficiários, com preços mais baratos, mas também com rede de cobertura mais restrita.

No entanto, a falta de produtos adequados ainda persiste e é um fator chave para que o nível de vendas se recupere. Não acreditamos que a inflação médica se arrefecerá de maneira relevante no curto prazo pois a taxa de utilização dos planos aumenta consistentemente, o envelhecimento da população é uma tendência secular e, a cada dois anos, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) inclui procedimentos mais novos e modernos, e, por consequência, mais caros, no rol mínimo que todos os planos precisam cobrir. Sem repensar a estrutura toda do setor de saúde suplementar, é difícil acreditarmos que a inflação médica um dia possa estar em linha com a inflação geral de preços. Os primeiros passos para endereçar essa questão já estão sendo dados através de, por exemplo, novos modelos de remuneração para os procedimentos (*pay for performance vs. fee for service*), verticalização de operadoras de saúde para melhores controles de custos e planos com co-participação, mas é um movimento que ainda deve durar muitos anos.

Consequentemente, ter produtos bons e bem precificados para os beneficiários é vital. Geralmente, os produtos de adesão são os últimos a entrarem no mercado quando comparados aos seus equivalentes em outras modalidades de contratação. Essa demora é explicada pelo fato de serem mais arriscados para as operadoras já que o reajuste anual e a rescisão unilateral são permitidos somente para cada entidade de classe, respeitadas as faixas etárias, e não para cada beneficiário. Além disso, diversos dos produtos precisam ser feitos a quatro mãos (Qualicorp e operadoras de saúde/seguradoras) e acabam demorando a serem comercializados, o que prejudica o segmento como um todo. Na Qualicorp, muitos dos planos mais baratos começaram como produtos de retenção e somente depois foram colocados à disposição dos corretores para novas vendas.

Outros esforços significativos foram e ainda estão sendo feitos em outras linhas de custos e despesas: o quadro de pessoal veio constantemente sendo revisto, royalties pagos às entidades de classe foram renegociados e foram implementadas as vendas digitais, isto é, vendas sem documentação física o que, portanto, abre espaço para cortes de gastos com armazenamento, correio, serviços terceirizados e transporte. Além disso, apesar de ter sido um processo mais demorado do que as expectativas iniciais, a companhia finalmente concluiu a redução de capital de R\$ 980 milhões, a reestruturação societária através da incorporação da corretora pela holding, o aproveitamento do benefício fiscal gerado pelo pagamento de juro sobre capital próprio (toda a remuneração ao investidor era feita através de pagamentos de dividendos e recompras de ações)

e a ativação de benefícios fiscais relativos a prejuízos passados que agora poderiam ser aproveitados. Então, além de um aumento de eficiência na estrutura de capital, a companhia agora finalmente eliminaria sua ineficiência fiscal gerada pelo prejuízo na holding.

Em agosto, ocorreu o evento mais relevante do ano. A Rede D’Or São Luiz, o maior player de hospitais do Brasil, anunciou que havia acertado a compra de 10% da Qualicorp com o Júnior, que na época detinha aproximadamente 20%, como pode ser observado na Tabela 3. Adicionalmente, após a consumação da transação, seria feito um acordo de acionistas entre as partes, Júnior deixaria de ser CEO e abriria mão de seu assento no Conselho de Administração. No dia seguinte ao anúncio, as ações da Qualicorp subiram 36.6%.

Tabela 3

Movimentação de ações - Júnior

	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17	3T17	4T17
% da empresa	20.4%	20.4%	19.9%	19.1%	16.9%	15.1%	14.9%	14.9%
Quantidade de ações (MM)	56.0	56.0	55.6	53.3	47.0	43.1	43.1	43.1
Volume financeiro (R\$ MM)			-9.1	-42.2	-125.9	-83.1		
	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2T19	3T19	
% da empresa	15.3%	14.8%	14.8%	19.4%	19.8%	20.0%	20.0%	
Quantidade de ações (MM)	43.1	42.0	42.0	55.0	56.0	56.7	56.6	
Volume financeiro (R\$ MM)		-23.2		184.3	15.3	12.1	-2.0	

Fonte: Formulário Instrução CVM 358/2002

Júnior veio vendendo sua participação na empresa ao longo dos anos de 2016, 2017 e 2018, saindo de 20.4% para 14.8%. Fruto do acordo realizado com um acionista minoritário importante à época do ocorrido, no 4T18, Júnior comprou em ações os R\$ 150 milhões líquidos recebidos pelo acordo de não-competição e ainda, nos meses/trimestres que se seguiram, acabou por comprar ainda mais ações, elevando sua participação na mesma para 20% novamente.

A aquisição por parte da Rede D’Or foi interpretada como positiva por diversos fatores:

1. Transmitiu para o mercado a confiança de um player importantíssimo do mercado de saúde suplementar na sustentabilidade da operação, em um nicho sem crescimento e em um cenário em que mudanças na regulação poderiam inviabilizar o seu modelo de negócios.
2. A companhia era negociada na bolsa a um *valuation* muito aquém do justo, dados todos os riscos envolvidos já conhecidos.
3. A Qualicorp poderia se beneficiar de um estreitamento do relacionamento da Sulamérica, Bradesco e Rede D’Or para expandir seu portfólio de produtos, aumentando suas vendas. Essas duas seguradoras representam aproximadamente 50% das receitas da Rede D’Or, e 40% - 45% das vidas administradas em planos de saúde por adesão da Qualicorp.

No entanto, este último ponto também é a fonte do maior risco que enxergamos para a transação: que as partes possam “espremer” a rentabilidade da Qualicorp em benefício próprio, tornando a companhia um centro de custo de vendas dos planos criados. Pelo que já vimos desde então em termos de comunicação com o mercado, composição do Conselho de Administração e seriedade das partes envolvidas, achamos que o risco de isso acontecer e o minoritário ter de

pagar a conta é relativamente baixo.

Poucos meses depois, em novembro, Bruno Blatt assumiu como CEO e Heráclito Brito assumiu como presidente do Conselho de Administração, que foi também modificado para incluir membros indicados pela Rede D'Or. Em 2004, Blatt montou a Brüder, uma consultoria e corretora de seguros que acabou sendo vendida para a Qualicorp em 2009, e assumiu o cargo de diretor de Negócios Empresariais. Em 2013, saiu para montar a JTO Corretora de Seguros, que posteriormente foi adquirida pela Rede D'Or e deu origem à empresa de seguros e benefícios, a D'Or Consultoria, onde permaneceu acumulando diversas funções executivas até voltar para a Qualicorp como CEO em 2019. Já Heráclito Brito, por sua vez, é um nome de peso no mercado de saúde suplementar há muitos anos, já tendo sido CEO da Bradesco Saúde, CEO da própria Qualicorp entre 2010 e 2012, e CEO da Rede D'Or desde 2013, além de participação em conselhos de administração e presidente da Federação Nacional de Saúde Suplementar (FenaSaúde).

A presença de Bruno Blatt como o CEO é muito positiva dado o seu background focado em produto e vendas de planos de saúde, justamente o que a Qualicorp precisa nesse momento. Braço direito de Heráclito, uma de suas prioridades será ampliar a gama de planos disponíveis, oferecendo produtos com rede específica (não somente da Rede D'Or) e com preço menor (assim como Sulamérica e Bradesco já vêm fazendo). Em nossa opinião, de maneira menos relevante, ele também entra com um olhar de criação de novas oportunidades de negócio, como, por exemplo, a criação de produtos com garantia financeira para quem perde seu emprego, alavancando-se no *cross-sell* entre saúde e massificados. Em sua primeira passagem pela empresa, há quase 10 anos, essa era uma das ideias por ele defendida e que acabou nunca indo adiante.

Pensando no futuro, estamos otimistas com a oportunidade de crescimento através das iniciativas que a nova administração possa trazer. Hoje, enxergamos a companhia negociando a 20x P/L 2020 e acreditamos que esse *valuation*, embora ainda bastante descontado em relação ao setor de saúde na bolsa, já considera alguma perspectiva de crescimento de vidas no curto/médio prazo. A estratégia para voltar a crescer ainda não nos parece muito clara; esperamos que nos próximos meses o novo management seja mais vocal em relação ao que será feito e qual será o caminho a ser trilhado, dado que as decisões tomadas nos últimos 2 anos tiveram um efeito muito aquém do desejado. Nossa avaliação em relação a esse tema será crucial para a manutenção do nosso investimento, mas enquanto isso, nos próximos trimestres, a empresa segue como uma forte geradora de caixa e acreditamos que ainda haja espaço para cortes de custos.

CVC

A CVC foi o maior impacto negativo do ano no fundo. Tivemos uma posição média pequena (pouco acima de 2%) e a ação caiu aproximadamente 20% depois que fizemos o investimento.

A CVC é a maior operadora de turismo do Brasil com *market share* próximo a 50% no segmento de operadoras de lazer, seu negócio original. Desde o IPO em 2013, a companhia realizou uma série de aquisições bem sucedidas com o objetivo de diversificar seus segmentos de atuação e capturar ganhos de escala, principalmente nas negociações com seus fornecedores. Hoje, simplificadamente, é possível dividir a atuação da empresa em duas grandes linhas de negócio.

1) Segmento de Operadora de Viagens de Lazer, responsável por cerca 70% da receita da companhia, é o business original, com o qual o cidadão comum sempre esteve habituado a

conviver nos principais centros turísticos e nos shoppings centers através das mais de 1300 lojas espalhadas pelo território nacional. Neste segmento, vemos uma empresa com posicionamento bastante dominante no mercado doméstico, com uma marca extremamente forte e consolidada, capaz de transmitir confiabilidade para um cliente de pouco costume de viagem, uma relação quase que umbilical com redes de hotéis e companhias aéreas e uma capilaridade diferenciada, como já falado acima. As margens de intermediação cobradas pela CVC, isto é, receita gerada em cima do valor da viagem paga pelo cliente, chegam a cerca de 25% do valor do pacote final antes da remuneração do intermediário – franqueado ou agente de viagens.

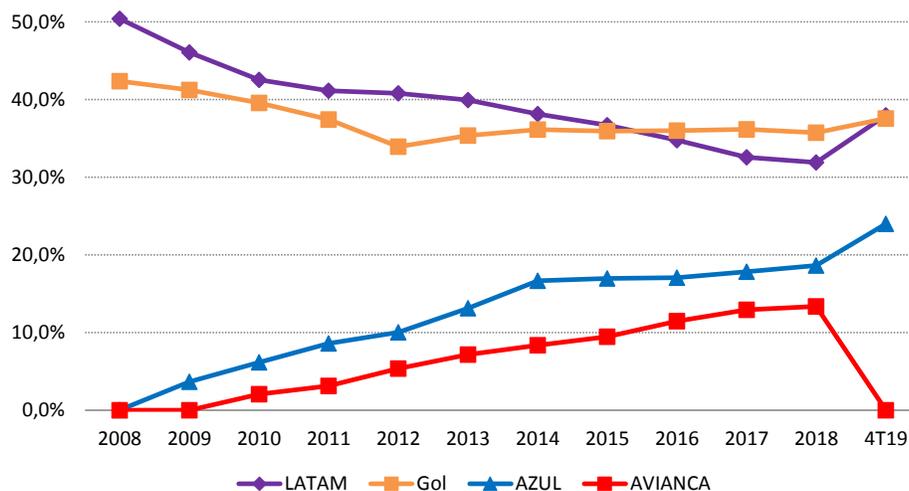
2) Segmento de Consolidação de viagem. Nesta vertical, a companhia atua através de três Consolidadoras – Rextur Advance, Trend e Esferatur – todas incorporadas à companhia através de aquisições. Este negócio consiste basicamente na intermediação da venda de passagens e hotéis entre os fornecedores e milhares de agências de viagens espalhadas pelo país. Apesar de ser uma operação bem menos complexa do que a de lazer, os consolidadores são um elo de bastante valor na cadeia. De um lado, oferecem às agências um robusto sistema de reserva de passagens e hotéis integrado às diversas redes e companhias aéreas, flexibilidade de remarcação e cancelamento de passagens, canal de atendimento mais eficiente e, principalmente, disponibilidade de crédito, risco que hotéis e companhias aéreas não têm apetite para tomar. Do outro lado, oferecem aos fornecedores uma simplificação de todo o relacionamento comercial que teriam com os consumidores, do atendimento ao crédito, como já foi dito acima, atuando praticamente como uma área comercial independente. Neste segmento, as margens de intermediação cobradas pela CVC ficam próximas a 6%.

A partir de agora, iremos falar sobre o negócio de Operadora de Viagens de Lazer, pois além de deter a maior relevância no resultado, foi o segmento que passou por profundos impactos ao longo de 2019 e é onde concentramos nossa tese de investimento.

Acompanhamos a CVC desde o IPO em 2013. Era um setor novo para nós e a curva de aprendizado estava apenas começando. De início, riscos como a disrupção do negócio vindo de *players online*, a dependência de um número restrito de companhias aéreas e a falta de um *peer global* bem sucedido nos traziam bastante insegurança em investir na empresa. Os anos que sucederam a abertura de capital foram bastante exitosos para a CVC, especialmente nos mais difíceis para a economia brasileira, quando a companhia foi capaz de ganhar *market share* e continuar crescendo com rentabilidade. Passados 6 anos da abertura de capital, quando olhamos para o futuro, nossos questionamentos continuam quase que os mesmos, porém a capacidade de execução da empresa, os diferenciais competitivos e a resiliência em anos de crise nos deram mais conforto em realizar o investimento no fundo ao longo de 2019, que detalharemos a seguir.

O ano de 2019 foi bastante difícil para a empresa. Por definição, quanto mais competitivo for o mercado de hotéis e companhias aéreas, maior será o poder de barganha da CVC. Desde 2009, com a ascensão da Azul e Avianca, o mercado aéreo brasileiro foi se tornando mais competitivo. No gráfico vemos a evolução de *market share* das aéreas desde o surgimento da Azul e Avianca. Em 2018, a Avianca chegou a ter 13.4% do mercado e a Azul 18,6%, medido por RPK (soma da distância percorrida por cada passageiro).

Mkt Share Doméstico - RPK (%)



Fonte: Studio e Anac

Ao contrário da Azul, que por estratégia de negócio foi crescendo em rotas não exploradas por Tam e Gol e concentrando sua operação em *hubs* como Viracopos e Confins – onde tinha *market share* de 94% e 49%, respectivamente –, garantindo-lhe poder de preço, exclusividade e alta rentabilidade em grande parte de seus trechos; a Avianca optou por entrar nos principais mercados brasileiros para tentar brigar por *share* com os incumbentes, como o aeroporto de Guarulhos, Galeão, Brasília e os principais destinos do nordeste brasileiro. A Avianca, portanto, foi se tornando uma grande parceira da CVC à medida que crescia, aumentava sua frota de aviões e precisava manter a utilização de capacidade dos mesmos elevada.

Dois dados podem ilustrar bem o exposto acima. Na primeira tabela, vemos os 5 principais destinos da CVC, todos no nordeste brasileiro – Salvador, Fortaleza, Natal, Maceió e Porto Seguro –, ordenados pelo número de passageiros por destino nos aeroportos e não pela representatividade na venda da CVC. Estimamos que, juntos, esses 5 destinos representem cerca de 25% do faturamento da companhia nas vendas de lazer. Nesses destinos, o *market share* da Avianca foi de 19,5% em 2018, em comparação aos 13,4% de *market share* no mercado de aviação doméstico.

	Passageiros - AEROPORTO DESTINO					Mkt Share - AEROPORTO DESTINO			
	GOL	LATAM	AZUL	AVIANCA	TOTAL	GOL	LATAM	AZUL	AVIANCA
Salvador	1.123.865	857.173	604.343	1.021.723	3.607.104	31,2%	23,8%	16,8%	28,3%
Fortaleza	1.045.244	1.085.363	418.258	515.815	3.064.680	34,1%	35,4%	13,6%	16,8%
Natal	452.821	406.005	131.594	154.425	1.144.845	39,6%	35,5%	11,5%	13,5%
Maceió	354.834	356.882	157.875	198.842	1.068.433	33,2%	33,4%	14,8%	18,6%
Porto Seguro	335.511	266.577	229.035	-	831.123	40,4%	32,1%	27,6%	0,0%
Market Share PAX - Top 5 destinos CVC	3.312.275	2.972.000	1.541.105	1.890.805	9.716.185	34,1%	30,6%	15,9%	19,5%

Fonte: Studio e ANAC

Na segunda tabela, vemos o *market share* da Avianca em 2018 nos principais aeroportos de origem CVC, como Guarulhos e Galeão, onde também possuía presença acima da sua média nacional.

	Passageiros - AEROPORTO ORIGEM					Mkt Share - AEROPORTO ORIGEM			
	GOL	LATAM	AZUL	AVIANCA	TOTAL	GOL	LATAM	AZUL	AVIANCA
Guarulhos	4.209.912	4.997.862	1.172.297	2.948.295	13.328.366	31,6%	37,5%	8,8%	22,1%
Galeão	2.886.984	1.078.977	272.470	934.724	5.173.155	55,8%	20,9%	5,3%	18,1%
Market Share PAX - Top 5 destinos CVC	7.096.896	6.076.839	1.444.767	3.883.019	18.501.521	38,4%	32,8%	7,8%	21,0%

Fonte: Studio e ANAC

Se entrarmos ainda mais a fundo nos dados, analisando rota a rota, o *market share* da Avianca nos trechos saindo de Guarulhos – principal aeroporto da CVC – para os 5 maiores destinos da CVC rodou em 28% ao longo de 2018.

À medida que crescia, a Avianca aumentava sua alavancagem e piorava seus indicadores financeiros. No final da vida, a relação simbiótica que CVC e Avianca criaram ao longo do tempo acabou gerando impactos significativos para a CVC ao longo de 2019, além de uma mudança, temporária, na nossa opinião, no equilíbrio das forças do mercado aéreo brasileiro.

O início do fim.

No segundo semestre de 2018, a CVC aproveitou os graves problemas financeiros da Avianca para negociar condições comerciais excepcionais em troca de antecipação de pagamento pelas passagens. Esta decisão estratégica deu um fôlego de poucos meses para a companhia aérea ao mesmo tempo que trouxe para a CVC uma competitividade diferenciada no final daquele ano. Com condições melhores na compra de passagens, a empresa repassou o “desconto” para o preço do pacote de viagem e a consequência disso foi refletida em uma aceleração das reservas confirmadas no final daquele ano à medida que seus pacotes estavam mais atrativos do que os vendidos pela concorrência.

A Avianca quebrou. E agora?

Entretanto, em abril de 2019, a Avianca acabou encerrando suas operações, trazendo profundas implicações para a CVC e para o mercado em geral. Os impactos de curto prazo eram bastante claros para nós. Veríamos a redução da oferta de voos no mercado nacional, impactando negativamente os destinos da CVC e, como consequência disso, um aumento significativo do preço das passagens aéreas.

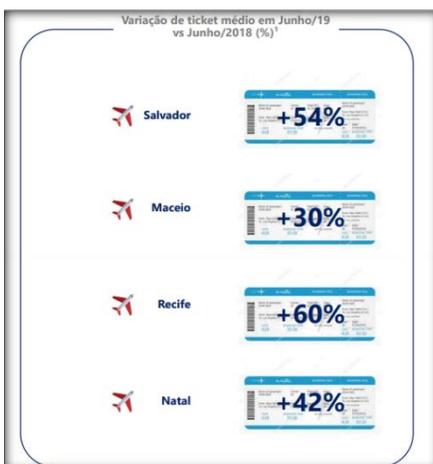
É sempre muito difícil prever as implicações de tudo isso e como as forças iriam se acomodar no cenário exposto. Era certo que o aumento dos preços das passagens iria encarecer o produto final da CVC para seu cliente, que poderia adiar ou cancelar os planos de férias ou optar por viagens de carro para destinos próximos à residência, por exemplo. Além disso, com um aumento da taxa de utilização dos aviões das companhias aéreas remanescentes, a disposição destas em dar descontos nos bilhetes para a CVC diminuiria muito. Ambas as consequências trariam impactos negativos na receita e rentabilidade da CVC.

A ação começou a sofrer desde o início do ano quando a Avianca começou a dar sinais de que o fim estava próximo. No 2º trimestre, após a saída da Avianca do mercado, ficou totalmente claro para todos a redução abrupta na oferta de voos no mercado. Na tabela abaixo apresentamos esta evolução nos 5 principais aeroportos do Nordeste. Nos piores meses como maio e junho, a queda na oferta de assentos chegou a ser por volta de 12% contra o ano de 2018.

Oferta Voos (Assentos x Km)	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19
Salvador	0%	-3%	7%	-9%	-25%	-17%
Fortaleza	14%	14%	18%	11%	-6%	-9%
Recife	4%	6%	3%	0%	-4%	-10%
Natal	-1%	-9%	-7%	-11%	-18%	-18%
Maceió	6%	1%	10%	-6%	-9%	-15%
Y-o-Y Top 5 Nordeste	5%	4%	7%	-1%	-12%	-12%
Y-o-Y Brasil	4%	4%	2%	-1%	-8%	-9%

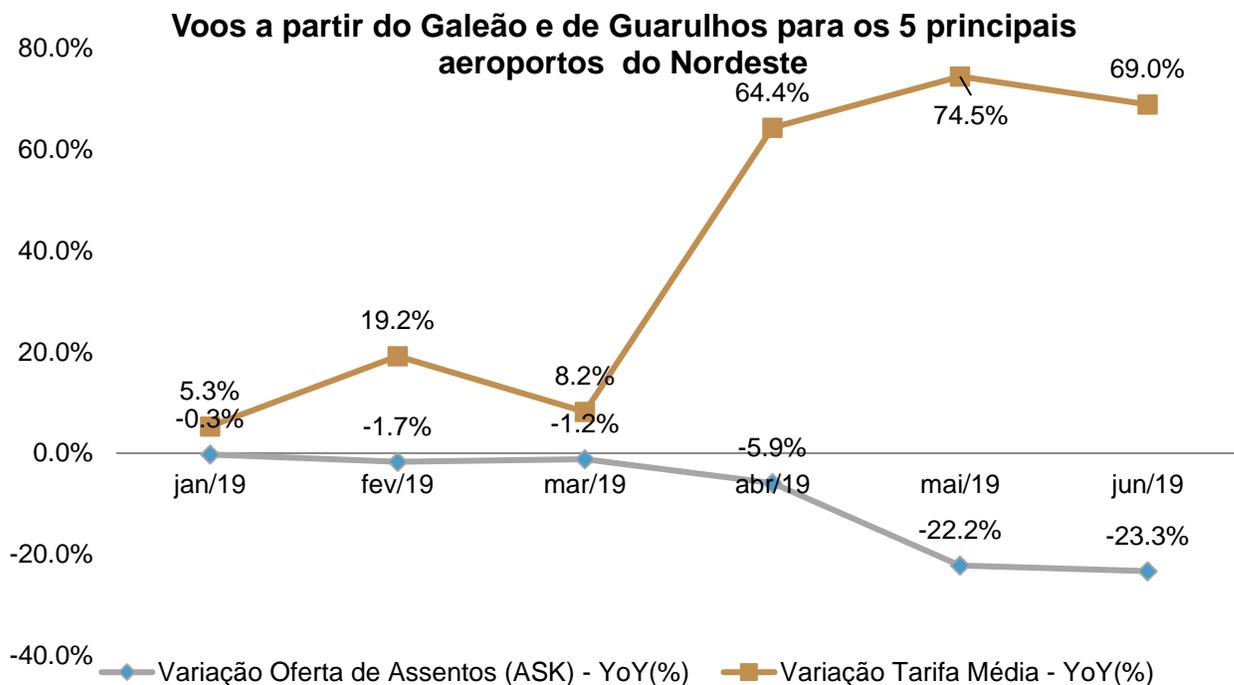
Fonte: Studio e ANAC

A dinâmica dos preços médios das passagens aéreas foi ainda mais impressionante. A CVC divulgou para o mercado a evolução do preço das passagens de alguns destinos para o mês de junho de 2019 vs. junho de 2018. Vale lembrar que a passagem aérea representa, na média, metade do preço do pacote de viagem. Portanto, aumentos de 60% no preço da passagem, como foi o caso de Recife, significam um aumento do preço do pacote em 30%, *ceteris paribus*.



Fonte: CVC

Aprofundando o nosso estudo, resolvemos fazer a mesma análise considerando os principais aeroportos de origem da CVC, Guarulhos e Galeão, e como destino os 5 principais aeroportos do Nordeste, mapeando os efeitos nas principais rotas da CVC. As variações são ainda mais drásticas. Na tabela abaixo, apresentamos as variações de oferta de assento e preço médio das passagens aéreas. Nos piores meses de maio e junho a queda chegou a ser por volta de 23% na oferta de assentos vs. o ano de 2018, enquanto o preço médio das passagens chegou a variar em média impressionantes 70% no segundo trimestre de 2019. Em suma, a conjuntura apresentada representava um cenário catastrófico para a companhia.



Fonte: Studio e ANAC

Naquele momento, a ação da CVC já acumulava queda de cerca de 20% no ano, enquanto ações de companhias expostas ao consumo doméstico brasileiro negociavam a múltiplos cada vez maiores. Neste contexto, iniciamos o investimento do fundo na companhia no mês de setembro.

Nossa tese de investimento.

O pilar da nossa tese de investimento era que o mercado passava por um desequilíbrio conjuntural devido a uma redução discreta da oferta de voos, e que, passados os meses de turbulência, Gol, Latam e Azul iriam aumentar a oferta de voos, preenchendo as principais lacunas deixadas pela Avianca. É importante mencionar que as próprias companhias sinalizavam isso ao mercado e que nos parecia muito crível, já que o setor de aviação talvez seja o setor mais competitivo do mundo, onde qualquer “excesso” de retorno costuma ser rapidamente extinto com aumento de capacidade. Acreditávamos que caminharíamos para uma estabilidade de oferta em comparação ao ano anterior apenas no último trimestre do ano e que, em 2020, já veríamos crescimento no número de assentos disponíveis nos principais mercados.

Aliado a esse cenário de normalização de oferta de voos tinha o *valuation* descontado da empresa em relação ao setor de consumo. Negociando perto de 17x P/L, a CVC estava com seu maior desconto histórico em relação ao resto do setor, que negociava a aproximadamente 25x P/L 2020. Importante ressaltar que os setores que a CVC atua têm histórico consistente de crescimento acima da economia.

Para piorar a situação da companhia, no final de setembro começou a circular na mídia as primeiras notícias de vazamento de óleo no litoral brasileiro, movimento que se intensificou ao longo de outubro, com manchas aparecendo nas principais praias do Nordeste. O Nordeste representa 68% dos destinos nacionais da CVC. Era incerto o impacto efetivo que este evento de

cauda traria para a companhia, bem como quanto tempo a cobertura exaustiva da mídia iria durar. Sabíamos apenas que o efeito era não recorrente e não deveria alterar de forma material o valor intrínseco da companhia. Infelizmente, acabou que até meados de novembro ainda era comum vermos imagens e reportagens sobre o aparecimento de óleo em vários destinos da empresa.

Tínhamos consciência que o 3º trimestre ainda seria bastante difícil para a CVC e achávamos que isto já estava sendo precificado. Entretanto, o resultado divulgado não foi bem recebido pelo mercado e a ação da companhia sofreu ainda mais. Na nossa opinião, grande parte da queda da ação não se deu pelo resultado em si, mas pela perspectiva que a empresa passou para o 4º trimestre de 2019, mencionando um ambiente ainda difícil de venda de pacotes, na nossa visão influenciada bastante pelo óleo nas praias do Nordeste, por uma ainda baixa oferta de voos no mercado doméstico, e uma deterioração no ambiente competitivo, este sim um tema novo e que nos causou maior preocupação.

A Decolar, principal competidora da CVC, com uma operação totalmente online, estava executando de forma bem sucedida sua estratégia de aumentar a venda de pacotes. Segundo a CVC, a Decolar parecia estar oferecendo preços bastante competitivos, muitas vezes vendendo pacotes de viagem com margem zero na passagem aérea, e ganhando participação de mercado. Não temos certeza se a maior agressividade por parte da Decolar em 2019 foi mais um desdobramento negativo derivado da desaceleração do mercado de turismo causado pela saída da Avianca, o que não prevíamos no momento do investimento. No mundo atual, onde o custo de capital é muito baixo e há bastante apetite de investidores a empresas que focam apenas em crescimento de mercado sem perspectiva de lucro no médio prazo, práticas insustentáveis do ponto de vista econômico podem durar bastante tempo e as consequências para os incumbentes podem ser cruéis. Nos preocupa quanto tempo está dinâmica iria durar.

Porque acreditar que as coisas possam melhorar?

Competição: Executivos da própria Decolar passaram a mensagem de que este movimento foi reduzido ao longo do terceiro trimestre. Outro indicio também foi que em seu Investor Day, realizado em dezembro de 2019, a Decolar passou uma meta de margem operacional bem acima da reportada nos últimos anos. A companhia tem como alvo atingir uma margem EBITDA acima de 20%. Em 2018 reportou 11.5% e em 2019 estimamos que ficará próxima de 5%. Para alcançá-la, inevitavelmente será preciso praticar preços mais altos.

Entretanto, este tema ainda é o que nos causa maior desconforto no médio e longo prazo.

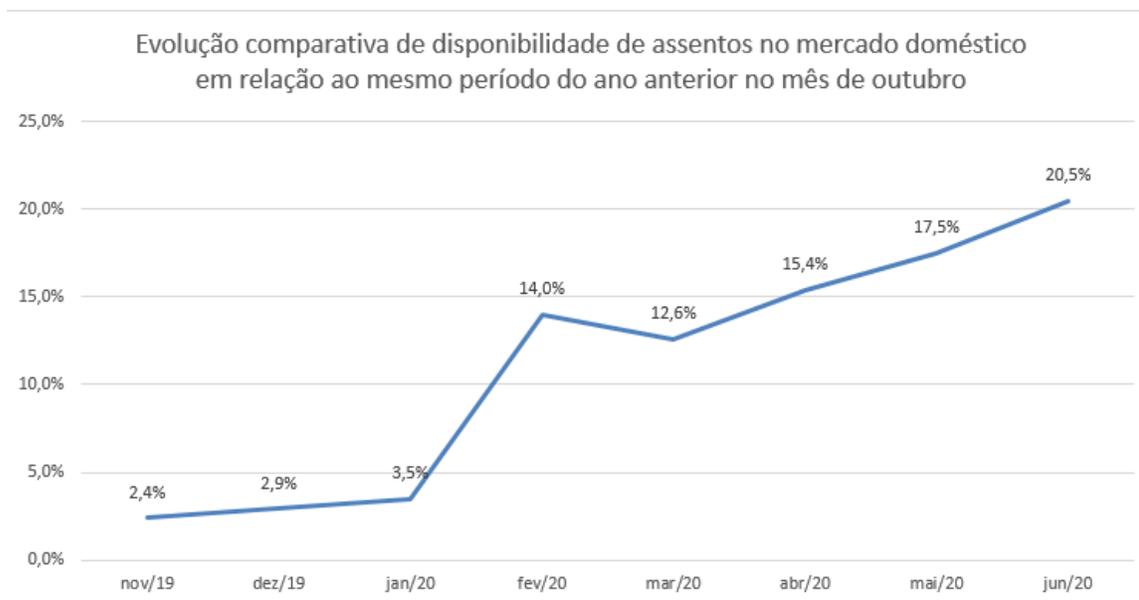
Aumento da oferta de voos: Atualizando a tabela de evolução de oferta, vemos que já em setembro havia-se atingido o patamar igual ao do ano anterior. Para o 4º trimestre de 2019, a oferta de voos já foi muito próxima à de 2018. Vale mencionar que mesmo com a oferta igual, no ano de 2018 as condições negociadas com a Avianca trouxeram para a CVC um diferencial competitivo que ela não teve em 2019, portanto para a CVC a base de comparação é difícil de superar, efeito que só deve se normalizar a partir do 2º trimestre de 2020.

Oferta Voos (Assentos x Km)	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19
Salvador	0%	-3%	7%	-9%	-25%	-17%	-4%	-1%	3%	-1%	5%	4%
Fortaleza	14%	14%	18%	11%	-6%	-9%	-1%	-7%	-7%	-3%	-4%	-3%
Recife	4%	6%	3%	0%	-4%	-10%	-8%	0%	4%	4%	1%	1%
Natal	-1%	-9%	-7%	-11%	-18%	-18%	-17%	-5%	-1%	-2%	-2%	-5%
Maceió	6%	1%	10%	-6%	-9%	-15%	3%	-10%	-6%	-8%	-6%	-4%
Y-o-Y Top 5 Nordeste	5%	4%	7%	-1%	-12%	-12%	-5%	-4%	-1%	0%	0%	-1%
Y-o-Y Brasil	4%	4%	2%	-1%	-8%	-9%	-5%	-3%	0%	1%	3%	2%

Fonte: Studio e ANAC

Partindo dos *guidances* das companhias aéreas para o ano de 2020, estimamos um aumento de capacidade de 7% vs 2019 em todo o mercado nacional, não apenas nos maiores destinos do NE.

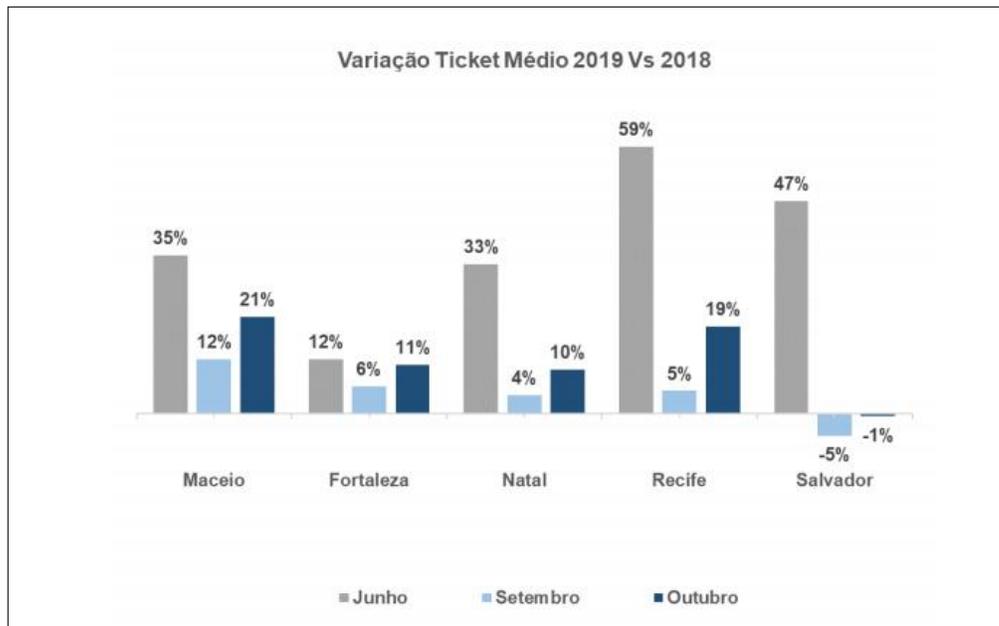
Fato é que a CVC tem acesso a esta oferta futura com muito mais detalhes do que nós. Afinal, ela tem visibilidade dos assentos disponíveis de todas as companhias aéreas com antecedência. A empresa divulgou que o crescimento da oferta de voos já seria mais evidente a partir de 2020. No gráfico abaixo, temos a evolução comparativa da disponibilidade de assentos no mercado doméstico que estava disponível para venda no mês de outubro de 2019, para voos futuros em relação ao mesmo período do ano anterior. Em fevereiro de 2020, a oferta seria 14% maior em relação a fevereiro de 2019. Acreditamos que este número esteja superestimado, principalmente pelo adiamento da volta dos aviões 737 MAX da Gol, mas ainda assim, será um número positivo de crescimento de oferta.



Fonte: CVC

Redução do preço das passagens: em relação a preço de bilhetes aéreos, os indicativos vindos da própria companhia também eram positivos. No gráfico, temos a evolução do preço praticado em alguns destinos, já mostrando redução em outubro de 2019 em relação aos preços de junho de 2019, quando o choque de oferta foi mais significativo. Acreditamos que este movimento de redução de preço deve continuar ao longo de 2020, diminuindo o custo total do

pacote para o cliente final, aumentando o mercado endereçável da CVC.



Fonte: CVC

É importante ficar atento às mudanças estruturais que um mercado pode passar para evitar perdas permanentes de capital no investimento. Por outro lado, é importante saber diferenciar quando as mudanças são apenas conjunturais, pois é nesse momento que as maiores oportunidades podem surgir. Hoje vemos a CVC como um case que passou por profundas mudanças em 2019 e o impacto de cada uma delas é de difícil mensuração. 2020 será importante para identificar como e em qual magnitude o conjunto de todas essas mudanças afetará a competitividade e rentabilidade de longo prazo da companhia. Se grande parte dos fatores que influenciaram a empresa em 2019 forem apenas passageiros, a empresa pode estar negociando com múltiplos significativamente descontados em relação ao resto do setor de consumo doméstico, entretanto, caso contrário, a empresa pode estar no início de um ciclo de deterioração de rentabilidade em um setor extremamente competitivo onde o valor do intermediador na cadeia pode se perder.

Hoje, quando olhamos para o *valuation* que a CVC negocia em bolsa, nos deparamos com uma das empresas mais baratas do nosso universo de cobertura. Vemos a empresa negociar a um múltiplo P/L (Preço sobre lucro) de menos de 15x no ano de 2021 enquanto a mediana das empresas de varejo é superior a 25x.

Conclusão

Na carta do ano passado, finalizamos ressaltando que estávamos otimistas com as oportunidades trazidas por um ambiente de juros mais baixos e de maior potencial de crescimento. Situações de virada macroeconômica mais radical, normalmente provocam reprecificação bastante relevante nos ativos e, nessas ocasiões, nem sempre é fácil diferenciar bons processos de investimento de ações sorteadas aleatoriamente.

Neste atual momento, quando consultores de investimentos, *officers*, gerentes de bancos e todos os especialistas recomendam que as pessoas tenham uma maior participação dos seus investimentos alocados em fundos de ações, é mais importante do que nunca uma avaliação criteriosa dos investimentos e de como se comportaram os fundos durante diferentes ciclos econômicos. Evitar perdas é, na nossa avaliação, a forma mais eficaz de criar valor no longo prazo.

Hoje, acreditamos já ter ficado para trás o momento em que comprar “bolsa” seria um bom investimento independente da avaliação das companhias e de seus fundamentos. Começamos a ver *valuations* refletindo cenários excessivamente otimistas, empresas de “papel” fazendo IPO e alguns outros sinais amarelos.

Seguimos acreditando que os melhores investimentos para os próximos anos estão entre as boas companhias brasileiras, aquelas que serão capazes de enfrentar a concorrência, navegar o ambiente regulatório, satisfazer seus clientes e, como consequência, expandir suas receitas e seus lucros.

Avaliando de maneira muito diligente essas oportunidades, continuaremos encontrando as melhores relações entre o risco e o retorno potencial das companhias investidas e seremos capazes de continuar compondo retornos muito robustos para vocês, nossos clientes.

STUDIO 30 FIC FIA – Dezembro 2019

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	Início	IMA-G
2019	8.71	-0.38	0.53	0.82	4.57	4.79	0.74	2.66	1.93	1.61	1.99	7.35	41.07	12.82	174.35	104.07
2018	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
2017	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
2016	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
2015	-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
2014	-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
2013			-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: AUM (MM) R\$ 177.4 | PL médio 12m (MM) R\$ 139.1

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

PL sob gestão R\$ 1.15 Bi

¹ Atualizado até 31/12/2019

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+2 (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:	BNY Mellon Banco S.A.
Auditoria:	Deloitte Touche Tohmatsu
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.
Consumo	28.5%
Financeiro	14.7%
Energia Elétrica	13.8%
Petróleo	13.6%
Saúde	8.2%
Mineração	4.9%
Transporte	3.1%
Papel e Celulose	2.3%
Industrial	2.3%
Siderurgia	2.0%
Construção	1.8%
Caixa	4.7%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	0%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	31%
> R\$10 bi	65%
	95.3%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 m m	0%
> R\$5 m m e < R\$20 m m	5%
> R\$20 m m	90%
	95.3%

*Dados atualizados em 31-dezembro-2019

*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. Ataulfo de Paiva 1235, sala 501
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22440-034
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

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.



Gestão de Recursos

STUDIO FIC FIA – Dezembro 2019

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 ¹	Início	Ibov ¹
2019	9.32	-2.31	-0.45	1.26	3.78	4.56	0.39	2.51	2.06	2.23	1.31	9.08	38.61	31.58	302.15	70.27
2018	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
2017	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
2016	-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
2015	-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
2014	-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
2013	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
2012	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
2011	-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
2010	-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
2009											-0.06	5.12	5.06	0.99	5.06	0.99

Studio FIC FIA: AUM (MM) R\$ 211.3 | PL médio 12m (MM) R\$ 165.2

PL sob gestão R\$ 1.15 Bi

¹ Ibovespa é apenas referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance

² Atualizado até 31/12/2019

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Características

Taxa de Administração:	2,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	20% do que exceder 100% do IBOV
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+14 (corridos) (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1 (útil), Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+2 (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:	BNY Mellon Banco S.A.
Auditoria:	Deloitte Touche Tohmatsu
Classificação ANBID:	Ações livre Favorecido: STUDIO FIC FIA CNPJ: 11.225.767/0001-35 BNY Mellon Banco S.A. (017)
Informações Bancárias:	Agência: 001 CC: 1427-3

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Consumo	26.3%
Energia Elétrica	14.8%
Petróleo	14.0%
Financeiro	11.8%
Saude	8.2%
Mineração	5.1%
Transporte	3.1%
Papel e Celulose	2.4%
Industrial	2.3%
Siderurgia	2.0%
Construção	1.8%
Caixa	8.2%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	0%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	27%
> R\$10 bi	65%
	91.8%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 m m	0%
> R\$5 m m e < R\$20 m m	6%
> R\$20 m m	86%
	91.8%

*Dados atualizados em 31-dezembro-2019

Gestor/ Distribuidor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.

CNPJ: 11.006.650/0001-60

Av. Ataulfo de Paiva 1235, sala 501

Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22440-034

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