

Carta Trimestral – 2T10

Conforme antecipamos em nossa primeira Carta Trimestral, a partir desta edição abordaremos o fundamento dos nossos principais casos de investimentos. Nas páginas finais da carta, também podem ser encontradas informações sobre a rentabilidade do fundo e a composição agregada da carteira.

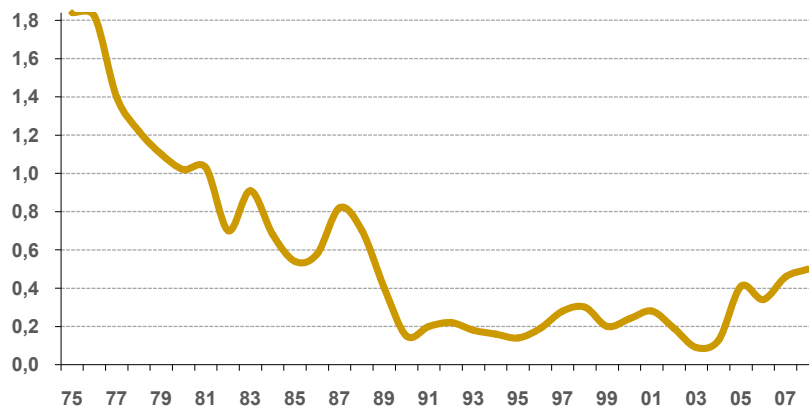
Dentro do contexto de investimentos crescentes no setor de infraestrutura brasileiro, algumas companhias estão posicionadas para vivenciar oportunidades transformacionais. Muitas são candidatas óbvias a beneficiar-se deste cenário e, conseqüentemente, perspectivas bastante positivas já são consenso para os próximos anos.

Ao longo dos próximos parágrafos, buscamos abordar um caso que acreditamos ser menos intuitivo para a maioria dos investidores. Decidimos detalhar o nosso racional de investimento em Iochpe-Maxion, incluindo uma breve descrição do setor de transportes no Brasil. A Iochpe-Maxion é a maior fabricante nacional de rodas e chassis para veículos pesados (caminhões, ônibus e máquinas agrícolas), além de ser líder na fabricação de vagões e fundidos ferroviários. O investimento na companhia representa 8,0% da carteira atual do Studio FIC FIA.

De carona no setor de transportes

Desde o final da década de 80, os investimentos em infraestrutura realizados pelo Governo Federal situaram-se em níveis bastante tímidos. Mais de 15 anos de *underinvestment* geraram ineficiências e custos elevados para o transporte de cargas nos diversos modais. Uma das raras exceções fica por conta dos investimentos realizados pelo Estado de São Paulo.

Investimentos do Ministério dos Transportes / PIB (%)



Fonte: Ministério dos Transportes

Como reflexo do baixo nível de investimentos, a infraestrutura de transporte disponível no Brasil é consideravelmente menor do que aquela existente em outros países em desenvolvimento, com grandes extensões territoriais. Utilizamos como referência um índice conhecido como densidade de infraestrutura. Esse índice é calculado a partir do número de quilômetros de infraestrutura disponível por km² de área do país. Na tabela abaixo, a densidade é calculada para cada 1000 km² de área do país.

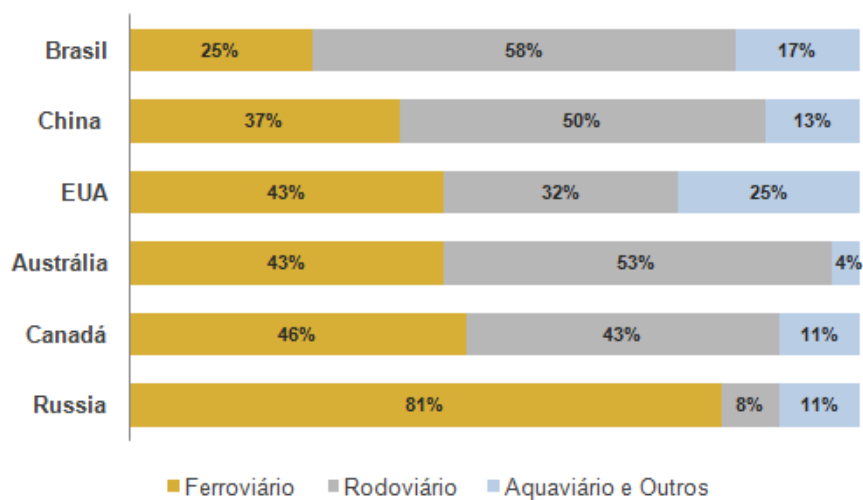
Densidade de Transporte (Km / 1000 Km²)

Maiores Países em Área Territorial	Área Territorial (Km ²)	Densidade Ferroviária	Densidade Rodoviária	Densidade Hidroviária
Argentina	2.736.690	11,5	25,4	4,0
Australia	7.682.300	4,9	44,4	0,3
Brasil	8.459.417	3,4	23,2	5,9
Canadá	9.093.507	5,1	45,7	0,1
China	9.569.901	8,1	303,0	11,5
EUA	9.161.966	24,7	459,5	4,5
Índia	2.973.193	21,5	524,7	4,9
Rússia	16.377.742	5,3	46,1	6,2

Fontes: ANTF, World FactBook, Banco Mundial e International Road Federation 2010.

Outro fato que chama atenção através da comparação com países de porte equivalente é a elevada concentração do transporte de cargas no modal rodoviário. As proporções ficam ainda mais desfavoráveis quando considerarmos que grande parte da carga ferroviária está concentrada em um único produto (minério de ferro).

Matriz de Transportes de Cargas



Fontes: Plano Nacional de Logística e Transportes 2009 (PNLT), Ministério dos Transportes

Além da baixa disponibilidade de infraestrutura de transporte, a qualidade desta é bastante precária. A proporção de rodovias pavimentadas no Brasil é ainda muito reduzida. Em 2008, eram 213 mil km pavimentados sobre um total de 1,634 milhão de km de rodovias (PNV 2008, DNIT), cujo estado de conservação foi avaliado como péssimo, ruim ou deficiente em 69% da sua extensão, segundo estudo publicado em 2009 pela Confederação Nacional do Transporte (CNT).

O setor de transportes caracteriza-se por suas amplas externalidades para o desenvolvimento econômico do país. Após o fortalecimento dos pilares macroeconômicos alcançados durante a década de 90, começamos a verificar alguns passos importantes em direção ao fortalecimento da infraestrutura logística brasileira.

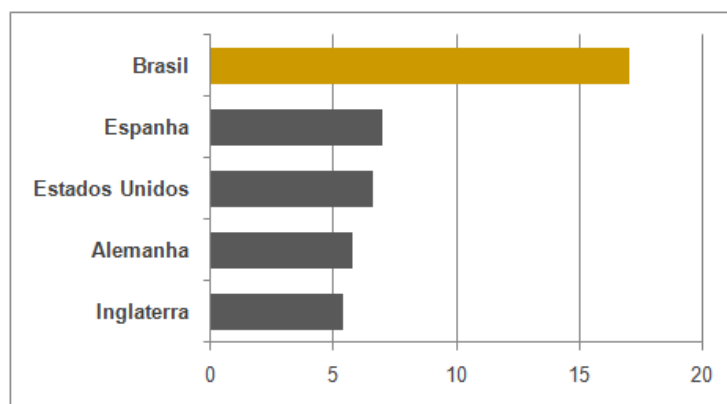
Em apresentação recente, a Ministra Dilma Rousseff anunciou investimentos no setor de R\$ 105 bilhões (PAC) entre 2011 e 2014. Desse montante, quase 50% (R\$ 50,4 bilhões) se destina a rodovias. O modal ferroviário deve receber aproximadamente R\$ 46 bilhões e está projetada a expansão da malha ferroviária em 4.696 km, de um total existente de 28.857 km.

Modernização e Expansão da Frota de Caminhões

O merecido destaque aos entraves encontrados no setor de infraestrutura brasileiro chama atenção para outra questão extremamente relevante e um dos principais direcionadores do nosso caso de investimentos: a condição atual da frota de caminhões que circula pelas estradas brasileiras.

É impossível imaginar que qualquer solução logística brasileira seja endereçada somente com investimentos em vias permanentes, rodoviárias ou ferroviárias. A redução das desvantagens econômicas do transportes de carga brasileiro passa, obrigatoriamente, por significativos investimentos na expansão e renovação das frotas de caminhões nacional.

Idade Média da Frota de Caminhões (anos)



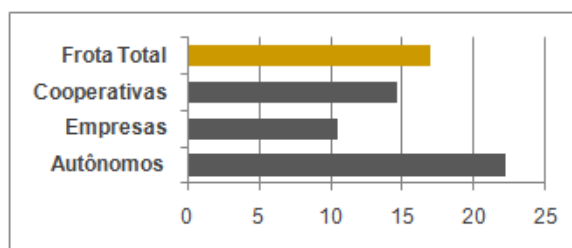
Fontes: ANUÁRIO DO TRANSPORTE DE CARGA e EUROSTAT - 2007

Os caminhões antigos possuem tecnologias obsoletas, apresentam defeitos mecânicos proporcionalmente a sua idade, necessitam de maior manutenção, consomem mais combustíveis e insumos, comprometem o desempenho das movimentações e emitem mais poluentes atmosféricos.

Ciente dessa situação, o Governo Federal adotou programas de estímulo à renovação de frotas com empréstimos com condições especiais através do BNDES (Finame) e o PROCAMINHONEIRO para o transportador autônomo. Acreditamos que essa iniciativa tem alta probabilidade de se estender por muitos anos.

A distribuição da frota de caminhões entre operadores também traz uma informação interessante. De acordo com a ANTT (Associação Nacional de Transportes Terrestres), os operadores autônomos representam 55% da frota total de caminhões. Como a idade média dos veículos desses agentes é mais de duas vezes a da frota corporativa, incentivos específicos para esses operadores podem provocar alterações significativas nas vendas anuais. Outra questão relevante para essa parcela dos operadores diz respeito ao pouco rigor fiscalizatório existente no modal rodoviário. Maior presença de postos com balanças de pesagem ou de verificação de origem das cargas podem provocar uma renovação mais condizente com os padrões dos operadores mais formais.

Idade Média da Frota de Caminhões por Operador (anos)



Fonte: ANTT – Jan 2010

O componente ambiental também exerce uma força adicional no sentido de renovação da precária frota atual de veículos pesados. Em 2012, segundo o Proconve (Programa de Controle de Poluição do Ar por Veículos Automotores instituído em 1986), haverá a obrigatoriedade da comercialização de caminhões mais modernos capazes de aproveitar os combustíveis com níveis mais baixos de enxofre e outros poluentes (euro V).

Segundo estudos da ANTC (Associação Nacional do Transporte de Cargas e Logística), os veículos com mais de 20 anos chegam a emitir 10 vezes mais poluentes do que os veículos novos. Reduzir marginalmente a emissão de poluentes dos caminhões modernos tem muito pouca eficácia se os caminhões com mais de 20 anos continuarem rodando pelas estradas. Segundo a ANTT/RNTC (Registro Nacional de Transportadores Rodoviários de Cargas), 43,8% da frota de caminhões no Brasil, em 2009, tinham mais de 20 anos.

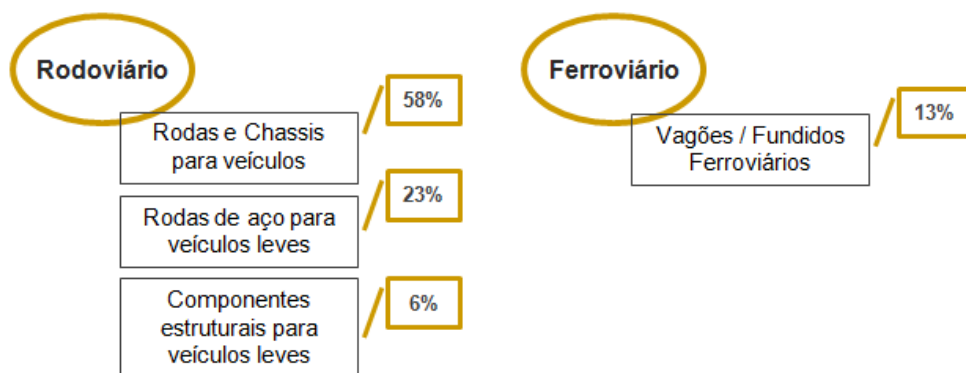
O ambiente positivo para vendas de caminhões também pode ser comprovado através dos planos de expansão anunciados pelas principais montadoras presentes no Brasil. No início do ano, a Mercedes anunciou que investirá R\$1,5 bilhão na expansão da capacidade de sua fábrica de caminhões em São Bernardo do Campo (SP) e realizará investimentos adicionais na conversão da planta de veículos de passeio de Juiz de Fora (MG) para produção de caminhões/ônibus. A MAN, que adquiriu recentemente as operações de veículos pesados da Volkswagen no Brasil, também anunciou a intenção de investir R\$ 1,0 bilhão nos próximos cinco anos, para acompanhar as vendas no mercado local.

De Caminhão e de Trem

Há muitos anos acompanhamos em detalhe o setor de bens de capital brasileiro. Após atravessar altos e baixos ao longo das últimas décadas, acreditamos que a lochpe encontra-se muito bem posicionada para se beneficiar do atual momento da economia brasileira e principalmente da situação setorial descrita nos parágrafos anteriores.

A companhia iniciou sua história no ramo madeireiro em 1918. Ao longo do tempo, diversificou suas atividades para o setor financeiro e, mais tarde, para o setor industrial. Após passar por algumas reestruturações, concentrou-se em poucos negócios industriais, onde detém posição de liderança.

Com foco muito bem definido a empresa atua hoje no segmento de autopeças fabricando rodas e chassis para caminhões, ônibus e máquinas agrícolas (Maxion Rodas e Chassis), rodas de aço para veículos leves (Fumagalli), componentes estruturais para veículos leves (Maxion Sistemas Automotivos). Além de ser líder na fabricação de vagões e fundidos ferroviários via Amsted Maxion, joint venture com a Amsted Industries, maior empresa do mundo no segmento.



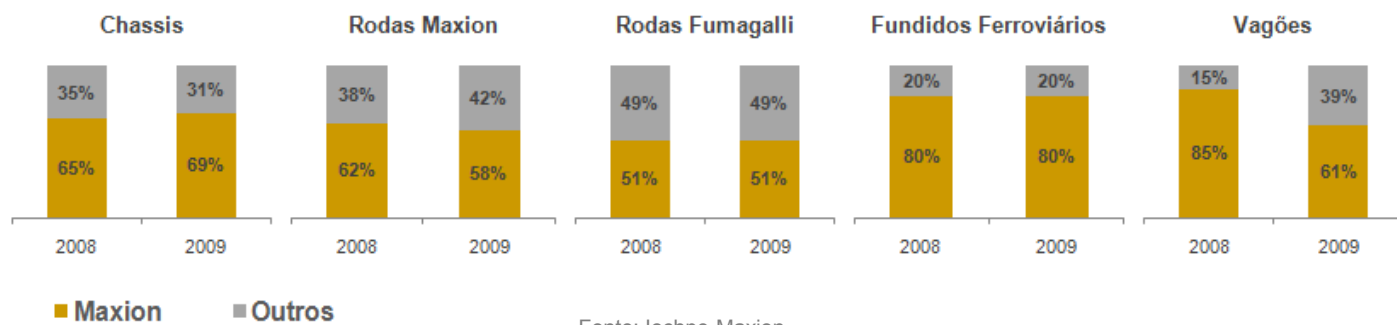
- % da Receita Líquida estimada para 2010.

Fonte: lochpe e Studio Investimentos

Desde que assumiu a presidência da companhia, Dan Ioschpe, investiu muito em melhorar o relacionamento com os acionistas minoritários. Atualmente, possuem elevados níveis de governança corporativa com todas as vantagens do Novo Mercado da Bovespa, incluindo tag along integral aos minoritários.

O nível de alavancagem da companhia também vem sendo mantido em níveis confortáveis há muitos anos, exonerando o fantasma de experiências negativas das décadas de 80 e 90. A companhia também demonstra disciplina na utilização de capital e vem restringindo os novos investimentos a oportunidades com retorno anual acima de 20%. Dois exemplos recentes foram os investimentos na nova planta de rodas na China e a recente aquisição das operações de rodas de aço para veículos leves da Arvin Meritor no Brasil e no México (divisão Fumagalli).

Em seus diferentes mercados, a Iochpe-Maxion detém posição de liderança, conforme observado na tabela abaixo:



Essas relevantes participações de mercado conferem à Companhia significativas economias de escala e constituem importantes barreiras de entrada para novos concorrentes no mercado nacional. Adicionalmente, os investimentos em expansão de capacidade são realizados com custos de desengargalamento significativamente inferiores aos demandados para novas unidades industriais, garantindo boas oportunidades de retorno sobre o capital marginal investido.

Cabe ainda ressaltar que o mercado de veículos comerciais possui características mais regionais do que o de carros de passeio. Com modelos mais adaptados para cada característica geográfica, as montadoras costumam utilizar a cadeia de fornecedores instalados no país e, conseqüentemente, proporcionam um ambiente menos suscetível à competição direta com produtos importados.

Apesar dos atributos qualitativos da companhia, consideramos que a principal proposição do investimento está pautada em seu *valuation*. O movimento de apreciação recente das ações reduziu a extraordinária relação de risco x retorno que identificamos no final de 2009, mas ainda consideramos existir boa margem de segurança entre o valor implícito da companhia e o atual preço das ações. Sobretudo, quando considerarmos o atual nível de preços dos ativos com exposição à infraestrutura no Brasil.

Vale considerar ainda que, durante os seis primeiros meses de 2010, a forte apreciação da Iochpe ocorreu a despeito da alienação da participação do BNDES na companhia que não estava vinculada em acordo de acionistas. Desde o início do ano, o BNDES vendeu aproximadamente 15% do capital da empresa, que nos atuais preços de mercado equivale a R\$ 240 milhões.

Premissas e Valuation

As variáveis mais importantes para estimar a evolução dos resultados da Iochpe-Maxion podem ser aqui resumidas nas projeções de vendas de caminhões e de vagões.

Como quase 60% da geração de caixa da companhia vêm do segmento de rodas e chassis para veículos pesados e, desse percentual, caminhões representam mais de 60% do faturamento, a empresa é bastante sensível às

tendências para o setor de cargas e tende a se beneficiar bastante de um processo de crescimento industrial brasileiro (com crescimento da frota de caminhões) e de um movimento de rejuvenescimento da frota, pelas motivações já descritas anteriormente.

Geração de Caixa (EBITDA)

Rodas e Chassis para veículos pesados (60% do total)	
Caminhões (60% dos veículos pesados)	

Fonte: lochpe-Maxion

Resumimos abaixo dois cenários para as vendas brasileiras de caminhões e de vagões e os reflexos dessas premissas no *economics* da lochpe.

Cenário 1 – Manutenção da idade média da frota

A atual frota brasileira de caminhões é contabilizada em 1,936 milhão de caminhões pela ANTT. Se considerarmos que a vida útil de um caminhão é de 30 anos, muito superior ao observado nos demais países, podemos considerar uma taxa de sucateamento da ordem de 3,3% ao ano.

Além de repor o sucateamento, acreditamos que a frota de caminhões deverá crescer para acompanhar a evolução da produção industrial. O movimento de cargas gerais possui grande correlação com incremento da produção industrial e decidimos considerar que os investimentos projetados para outros modais possam reduzir marginalmente a parcela do transporte rodoviário. Conservadoramente, supomos que a frota de caminhões deveria crescer 3,0% ao ano, enquanto que as projeções de mercado para evolução da produção industrial situam-se em 5,0% para 2011 (Banco Central, Focus – 09/07/10).

	% Frota	(mil unidades)
Frota (ANTT Jan-2010)		1.969,3
Taxa de sucateamento anual da frota (%)	3,3%	65,6
Taxa estimada de crescimento anual da frota	3,0%	59,1
Venda de caminhões Cenário 1	6,3%	124,7

Com essas premissas, concluímos que a venda de caminhões poderia situar-se de forma sustentável em 124 mil unidades por ano. Isso equivale a 6,3% da frota atual e está muito próximo ao patamar de vendas alcançado no ano de 2008 (122.300) e consideravelmente inferior ao volume estimado pela Fenabreve para o ano de 2010 (155.000).

Nesse cenário, onde não consideramos uma política mais agressiva de renovação de frota e somente retornamos a venda de vagões da lochpe para um patamar histórico de 2.500 vagões em 2011, a empresa estaria apresentando os seguintes múltiplos e taxa de retorno real:

	2010	2011
P/E	10,0	8,2
IRR	13,1%	

Cenário 2 – Redução gradual da idade média da frota

O cenário 2 considera algum rejuvenescimento da frota, com políticas públicas de incentivo à renovação sobretudo para transportadores autônomos. Nessa simulação, utilizamos uma taxa de renovação suficiente para reduzir a idade média da frota para 10 anos em 2020. Cabe lembrar que, conforme apresentado na tabela acima, mesmo com 10 anos de idade média ainda estaríamos com quase o dobro da idade média das frotas de caminhões dos principais países desenvolvidos.

	% Frota	(mil unidades)
Frota (ANTT Jan-2010)		1.969,3
Taxa de sucateamento anual da frota (%)	3,3%	65,6
Taxa estimada de crescimento anual da frota	3,0%	59,1
Política de renovação de frota	2,5%	50
Venda de caminhões Cenário 2	8,9%	174,7

Mantendo as demais premissas constantes, passariam a ser vendidos no Brasil 174.700 unidades/ano. Nesse cenário, conservadoramente, não estamos considerando uma provável diluição dos custos e expansão da margem, ainda assim o valuation da companhia ficaria ainda mais atrativo conforme apresentado abaixo:

Recorrente	
P/E	6,9
IRR	16,4%

Estamos cientes de que a expansão do modal ferroviário dentro da matriz de transportes brasileiras deve suplantar a do modal rodoviário, mas partindo de uma base muito menor. Mesmo frente a essa tendência, a lochpe-Maxion encontra-se bem posicionada com a sua participação de 50% no capital da Amsted Maxion, maior produtora de vagões do país e a única produtora de vagão com capacidade de fabricar seus próprios fundidos.

Interessante notar que hoje, no Brasil, há cerca de 94.800 vagões (dados da Revista Ferroviária), sendo que desses mais de 50% têm mais de 30 anos e foram fabricados logo após a formação da RFFSA (Rede Ferroviária Federal) ao longo da década de 70. O mercado de reposição de vagões ainda é inexistente e, apesar de provavelmente estarmos ainda alguns anos à frente de sua formação, ele representará uma demanda mais estável e previsível para vagões e certamente incrementará a base de vendas anuais de forma recorrente. Atualmente, acreditamos que a demanda de vagões para o horizonte visível deve situar-se pouco acima das 3,500 unidades (4% da frota) e estimamos que a lochpe representará aproximadamente 70% desse mercado (2.500 vagões).

Política de Investimento

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

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum
2009 Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
lbovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010 Studio FIC FIA	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77							0.58	5.67
lbovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35							-11.16	-10.28

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 38 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 27.3

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Master FIA: PL (MM) R\$ 50

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO FIC FIA – CNPJ: 11.225.767/0001-35 – Banco Bradesco (237) Agência: 2856-8 – CC: 613.574-9

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Consumo	21%
Industrial	15%
Energia Elétrica	11%
Mineração	10%
Transporte	9%
Bancos	9%
Petróleo	6%
Saúde	5%
Construção	3%
Siderurgia	3%
Carteira	93%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	25%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	30%
> R\$10 bi	46%
	100%

Análise de Liquidez	
Volume Diário	%
< R\$ 5 mm	30%
> R\$5 mm < R\$20 mm	31%
> R\$20 mm	40%
	100%

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.

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

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

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

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. A taxa de administração máxima, prevista no slide anterior, compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despendar em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Tx de adm. máx.: 3.50% a.a. A tx de adm. máx. compreende a tx de adm. mín. e o percentual máx. permitido pela política do fundo em razão das txs de adm. dos fundos investidos.