

Carta Trimestral – 3T10

Em nossa última carta, falamos sobre nosso investimento em Lochpe-Maxion. Na ocasião, usamos a expressão “menos intuitivo” para descrever o investimento pelo fato de ser uma companhia coberta por poucos analistas e que é vista, muitas vezes, de forma preconceituosa. O passado de controversa governança, a alta ciclicidade do setor e os baixos retornos típicos de negócios industriais afastam a grande maioria dos investidores.

Nesta carta decidimos abordar um investimento ainda mais polêmico, ainda mais fora do radar do mercado e praticamente resumido a preconceitos baseados na história de um de seus controladores. Falaremos do nosso investimento em Santos Brasil.

A Empresa

A Santos Brasil foi fundada em 1997 com o objetivo de participar da privatização do mais estratégico porto brasileiro, o Porto de Santos. A companhia ganhou a concessão do maior terminal de contêineres da América do Sul pelo período de 50 anos (25 anos renováveis por mais 25 anos).

Em 2006, a empresa fez uma oferta inicial de ações, abrindo o capital através de uma emissão majoritariamente primária, que seria fonte de financiamento para expansão.

Desde então quatro ativos foram comprados: em 2007, a Mesquita, que é uma prestadora de serviços logísticos; em 2008, mais duas concessões de terminais de contêineres em estágio inicial de desenvolvimento: Imbituba, em Santa Catarina, e Vila do Conde, no Pará, e, em 2009, o Terminal de Veículos de Santos (TEV), em uma área contígua à operação de contêineres.

Mesmo depois de investir cerca de R\$600 milhões na compra desses ativos, mais de 70% da receita da companhia, e quase 100% do EBITDA, vêm da operação original do Tecon Santos.

A empresa movimentará em 2010 aproximadamente 1,3 milhão de TEUs (contêineres de 20 pés) e possui capacidade para 2,4 milhões, podendo chegar a 4,5 milhões com novos investimentos marginais.

Volume em milhares de TEUs da Santos Brasil

Volume (mil TEUs)	Movimentação 2010	Capacidade Atual	Utilização	Capacidade Potencial
Terminais				
Tecon Santos	1.236	2.000	62%	3.000
Imbituba	30	150	20%	950
Vila do Conde	37	250	15%	500
Total	1.303	2.400	54%	4.450
TEV (mil veículos)	150	300	50%	-

Fonte: Studio Investimentos, Santos Brasil

A expansão para atingir a capacidade potencial de 3 milhões de TEUs no Tecon Santos é extremamente mais barata que os novos projetos anunciados até o momento no Porto, o que a torna bem mais competitiva para atender ao crescimento da demanda.

Expansões de Terminais de Contêiner no Porto de Santos

	Capacidade (mil TEUs)	Capex R\$ milhões	Capex/TEU	Entrada
Santos Brasil	1.000	300	300	sem previsão
Libra	900	400	444	2013
Tecondi	350	185	529	2011
Prainha	550	654	1.189	sem previsão
BTP	1.100	1.280	1.164	2014
Embraport	1.000	960	960	sem previsão
Total	2.250	885	393	

Fonte: Studio Investimentos, Codesp

O Tecon sempre teve um perfil importador mais forte que os outros terminais de contêineres do país, uma vez que serve a aproximadamente 55% do PIB brasileiro, região onde a demanda por importação é mais importante. Esse perfil tem se intensificado nos últimos anos, o mix de contêineres cheios vem migrando de um nível histórico de 40% na importação para aproximadamente 55% atualmente.

O aumento de volume de importação contribui significativamente para a melhor rentabilidade da empresa, já que as cargas importadas geram receita de armazenagem com a demora para o desembaraço alfandegário. Metade do total do volume importado gera, em média, 15 dias de armazenagem, o que representa R\$1.200 por contêiner de receita. A movimentação de um contêiner cheio no Tecon Santos custa R\$500. Dessa forma, um contêiner cheio na exportação gera R\$500 de receita e na importação R\$1.100 (500+50%x1.200).

Além da importância estratégica da localização do Porto de Santos, movimentando quase 40% dos contêineres do Brasil, o Tecon tem algumas vantagens competitivas em relação aos seus concorrentes diretos. A localização na margem esquerda do Porto (município do Guarujá), enquanto todos os concorrentes estão na margem direita, com a Cidade de Santos logo atrás da área de operação, permite maior potencial de expansão e maior retroárea, o que garante melhor produtividade. A área do Tecon é maior que o dobro da Libra, concorrente mais próximo, e o número de movimentos por hora é 40% maior que o dos concorrentes, o que minimiza o tempo de atracação dos navios. A margem esquerda também possui melhor acesso às malhas rodoviárias e ferroviárias, pois na margem direita o acesso é mais congestionado. Essas propriedades garantem ao Tecon perto de 50% de *market share* no Porto de Santos.

O Negócio de Terminais de Contêineres e o Porto de Santos

Há mais de 70 anos o americano Malcom Mc Lean, motorista e dono de uma empresa de caminhões, teve a ideia de armazenar a carga em caixas para evitar perdas e facilitar a embarcação nos navios. Desde então, a containerização de cargas vem ganhando espaço no comércio internacional, motivada pelo ganho de eficiência: maior padronização do serviço, maior segurança e melhor integração multimodal.

Atualmente espera-se um futuro promissor para o volume de contêineres movimentados no Brasil. O aumento da abertura comercial do Brasil, o maior valor dos produtos importados e exportados e a tendência à containerização das cargas nos levam a acreditar que esse setor tem tudo para apresentar um crescimento bem acima da média da economia. A título de ilustração a Codesp (Companhia Docas do Estado de São Paulo) prevê que o volume de contêineres negociados no Porto de Santos cresça a uma taxa de 8% ao ano entre 2009 e 2024.

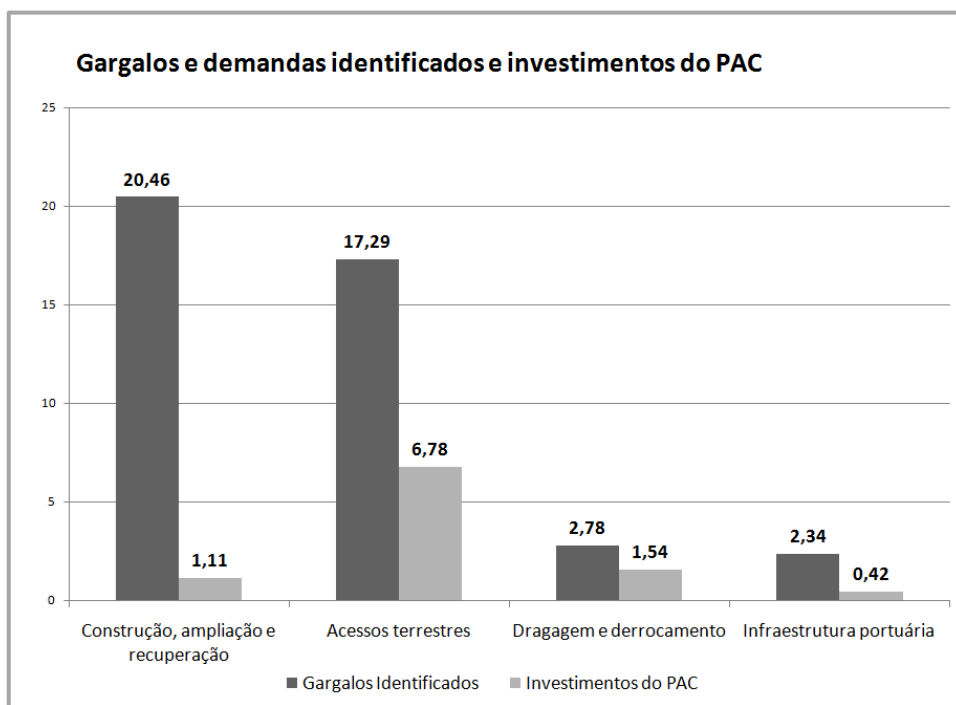
As obras para dragagem do Porto de Santos estão previstas para acontecer até março de 2011. De acordo com a Secretaria Estadual de Portos (SEP), o aprofundamento de Santos permitirá a atracação de navios com capacidade duas vezes maior que as embarcações que atualmente utilizam os portos. Acreditamos que esse aumento de calado de 13 para 15 metros pode representar uma mudança importante no papel do Porto no País, permitindo um aumento de produtividade relevante nos terminais e consolidando a posição de Santos como porto concentrador (*Hub Port*).

O fortalecimento de Santos como *Hub Port* pode viabilizar o aumento da operação de transbordo, quando a carga que vem das grandes vias de comércio internacional é repassada a navios menores e distribuída pelo país.

A evolução da cabotagem, transporte marítimo de carga nacional, é outro potencial importante. Esse tipo de transporte tem grande vantagem de custo em relação a outros modais (menor utilização de combustível por tonelada transportada). A grande extensão da costa brasileira e o posicionamento da demanda próximo ao litoral também são fatores que fazem da cabotagem uma grande promessa.

O cenário em relação à oferta é, no entanto, um pouco mais obscuro e merece uma investigação mais profunda. Observamos, com a regulação recente, uma maior tendência de participação do Governo no setor, processo esse que vem na direção oposta ao de outros países.

Apesar da questão do acesso aos portos ser uma restrição relevante para a expansão do volume negociado, o déficit em áreas portuárias é o grande gargalo brasileiro. Faltam portos no Brasil, como mostra o gráfico abaixo extraído do estudo feito pelo Ipea sobre o tema em 2010. Nesse mesmo estudo, os portos de Santos e Vitória (áreas de abrangência da Santos Brasil) são listados no topo da lista dos déficits de oferta portuária. Em todas as deficiências de infraestrutura apresentadas pelo estudo, o Porto de Santos aparece sempre na situação mais crítica.



Fonte: IPEA

A falta de terminais portuários é resultado do baixo volume de investimento ao longo dos últimos anos. Pela tabela abaixo, elaborada pelo IPEA, pode-se verificar que houve um grande incremento no montante investido, principalmente pelo setor privado, no setor de transporte, mas o investimento nos portos não seguiu a mesma trajetória.

Com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), surgiu a expectativa que grande volume de investimento fosse direcionado ao setor. No entanto, do orçamento original de R\$503 bilhões, apenas R\$2,7 bilhões seriam destinados aos portos.

De acordo com o estudo do IPEA, a aplicação dos recursos do PAC serão destinados, principalmente, para minimizar as questões de acesso aos portos e dragagem, deixando ainda mais gritante o déficit de capacidade de terminais frente à demanda esperada e ao restante de infraestrutura envolvido na operação portuária.

Investimentos públicos e privados em infraestrutura – 1999-2008

Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Investimento público	Investimento em transportes	620,36	776,01	1.037,39	2.480,24	1.091,90	1.025,49	2.453,38	2.443,38	4.484,05	3.009,46
	Investimentos em portos	67,03	114,87	257,71	903,50	525,14	121,83	150,11	106,91	257,90	580,97
	% Setor portuário em transportes	10,80%	14,80%	24,84%	36,43%	48,09%	11,88%	6,12%	4,38%	5,75%	19,30%
Investimento privado	Investimento em transportes (BNDES)	1.115,28	1.051,28	1.532,56	2.616,04	4.245,51	7.174,76	10.713,22	12.668,49	20.209,15	30.339,17
	Investimento em portos (BNDES)	64,87	56,72	69,12	161,44	438,85	553,00	343,25	403,05	644,40	661,50
	Participação empresários	43,24	37,81	46,08	107,63	292,57	368,66	228,83	268,70	429,60	441,00
	Investimento privado total em portos	108,11	94,53	115,20	269,06	731,41	921,66	572,08	671,75	1.074,00	1.102,50
	% Setor portuário	9,69%	8,99%	7,52%	10,29%	17,23%	12,85%	5,34%	5,30%	5,31%	3,63%
Investimento total portos	175,14	209,40	372,91	1.172,57	1.256,56	1.043,49	722,19	778,66	1.331,90	1.683,47	

Fonte: IPEA

Esse cenário extremamente apertado de oferta tem sido antecipado pelos concessionários e potenciais novos investidores. No Porto de Santos, por exemplo, caso todos os projetos de expansão de terminais de contêineres sejam concluídos, a capacidade multiplicaria por três dentro de 5 a 7 anos, o que pode transformar a restrição de oferta que estamos vivenciando em 2010 em um cenário diametralmente oposto. A Codesp espera um volume de TEUs negociados em 2014 e 2019 de 4,25 e 6,29 milhões respectivamente.

Volume em milhares de TEUs no Porto de Santos

	Capacidade 2010	Movimentação 2010	Utilização 2010	Expansões
Santos Brasil	1.275	1.250	98%	1.000
Libra	850	841	99%	900
Tecondi	350	362	104%	350
Rodrimar	180	177	99%	-
BTP	-	-	-	1.100
Emraport	-	-	-	1.000
Prainha	-	-	-	550
Total	2.655	2.631	99%	4.900

Fonte: Studio Investimentos, Codesp

Nossa visibilidade para depois de 2014 ainda é muito baixa. Os projetos que entrarão a partir de então estão em fase embrionária e devem depender muito da evolução da demanda, além de ainda enfrentarem alguns sérios questionamentos regulatórios. É possível que venhamos a vivenciar um excesso de oferta perto de 2015. Esse é um dos principais riscos para o nosso investimento.

A competição no mercado portuário é baseada no binômio preço-qualidade dos serviços prestados. Dentro do Porto de Santos, a maior qualidade de serviço oferecida pelo Tecon permite um prêmio de preço, que pode ser ameaçado no futuro com a entrada de terminais mais eficientes.

A competição entre portos não é muito viável no Brasil. O custo do transporte terrestre quase sempre faz com que a escolha do porto mais próximo seja a mais econômica. A carga produzida na região mais central do país (principalmente agrícola) pode representar uma exceção, por estar equidistante de mais de um porto.

A nova regulação de Portos (Decreto nº6620/2008) praticamente impede a competição de empreendimentos privados, sendo necessário o envolvimento do Governo no processo de geração de alternativas de novos projetos e licitação dos mesmos. Anteriormente, a legislação era vaga o suficiente para permitir que qualquer empreendedor dono de um terreno na costa e com um volume mínimo de carga própria (menos de 1% do volume movimentado, por exemplo) pudesse ter um terminal de contêiner (carga de terceiros). Atualmente, em um terminal privativo, a carga própria deve ser “preponderante” e a de terceiros “da mesma natureza da carga própria autorizada que justificou técnica e economicamente o pedido de instalação do terminal privativo, e cuja operação seja eventual e subsidiária”. Até então todos os projetos de portos privados para operação de contêiner foram congelados, nenhum conseguiu se enquadrar na nova legislação.

Os Controladores e o Impasse Societário

Os acionistas controladores originais da companhia eram: Opportunity , Previ, Citi , Sistel e a Família Klien .

As participações da Previ, Sistel e Citi foram compradas em maio de 2006 pelos outros dois acionistas, avaliando a empresa em R\$695 milhões. Nesse momento foi garantido aos fundos o *Tag Along* retroativo, caso o controle da companhia fosse vendido dentro de 3 anos. Cinco meses depois, em outubro de 2006, foi feito o IPO, avaliando a empresa em mais de R\$ 3 bilhões.

Atualmente, o bloco de controle é formado por 59,3% das ações ON onde o Opportunity tem 32,8% (através do veículo *International Market Investments - IMI*) e a Família Klien tem 26,5% (através dos veículos Multi ST Participações e Brasil Terminais). Fora do bloco de controle, a PW237 Participações, uma empresa de Dório Ferman (um dos principais sócios do Grupo Opportunity) tem 30,1% das ações ON.

Richard Klien é um empresário do setor de transporte que possui participações em outros terminais no país além da Santos Brasil. Já o Opportunity é uma gestora de fundos de empresas abertas e fechadas que teve uma atuação relevante durante as privatizações nos anos 90.

O Grupo Opportunity, incluindo a PW237, tem 63% das ações ON e 48% da empresa. A grande participação no capital e o fato de todas as ações terem direito ao *Tag Along* nos fazem acreditar que existe um alinhamento forte com o minoritário no caso da Santos Brasil.

Apesar do maior interesse econômico do Opportunity, o Acordo de Acionistas define que as decisões sejam tomadas por unanimidade, o que dá igualdade de poder aos dois grupos.

Sempre nos pareceu razoável que, depois de vencido o prazo de *Tag Along* com os fundos de pensão haveria interesse do Opportunity em vender o controle. Esse prazo terminou em maio de 2009, no meio da crise econômica mundial, quando o comércio internacional foi devastado. Poucos meses depois, em fevereiro de 2010, tornou-se pública a atual briga societária, aparentemente motivada pelo desejo dos Klien de terminar a sociedade através da utilização de uma ferramenta estabelecida pelo Acordo de Acionista chamada *Buy or Sell* (instrumento para solução de impasse societário no qual uma das partes define um preço e a outra precisa escolher entre comprar ou vender nesse preço). O resultado do *Buy or Sell* é necessariamente a saída de um dos sócios e o controle para o sócio que permanece.

Aparentemente, o desejo de terminar a sociedade iniciada em 1997 foi resultado, principalmente, da falta de entendimento quanto ao preço para fusão entre a Multiterminais (empresa de logística dos Klien) e a Santos Brasil.

Pela troca de correspondências entre os sócios, tornada pública por meio de fatos relevantes, Richard Klien teria avisado ao Opportunity, em janeiro de 2010, que desejava acionar o *Buy or Sell*. Aparentemente, para evitar o acionamento dessa ferramenta, o Opportunity apresentou uma oferta de compra firme de R\$ 258,75 milhões por 45 mil ações ON (10% das ON e 7% do capital total, avaliando as *units* da empresa em R\$28,75/ação) feita pelo Tecon Fundo de Investimentos em Participações, administrado e gerido pelo BNY Mellon. Segundo o Acordo de Acionista, sendo essa proposta feita por terceiro não vinculado tornaria o *Buy or Sell* inválido.

Richard Klien, considerando a proposta inválida e acreditando que o fundo Tecon seria o próprio Opportunity, já que esse era o gestor do fundo até o dia anterior ao *bid*, pediu a instalação do processo arbitral.

É essa a discussão que, atualmente, está na Câmara de Arbitragem da CIESP (Centro das Indústrias do Estado de São Paulo): se a oferta é realmente de um terceiro não vinculado e, por consequência, se o o *Buy or Sell* pode ou não ser acionado.

A igualdade de poder dentro do bloco de controle, segundo o Acordo de Acionistas, deixa de existir caso um dos dois grupos do Bloco de Controle (IMI e Multi/Brasil Terminais) tenha sua participação reduzida a menos de 25,5% das ações. Nesse caso, as decisões passam a ser tomadas por maioria simples, tornando o maior acionista automaticamente controlador.

Esse artigo descrito acima será o grande problema para os Klien, caso a oferta do fundo Tecon seja considerada válida. Caso a venda seja efetivada, necessariamente um dos dois acionistas controladores (IMI e Multi/Brasil Terminais) terá sua participação reduzida abaixo de 25,5% e não será mais preciso a unanimidade para as deliberações sociais. A decisões passarão a ser tomadas pela maioria dos acionistas presentes, o que faz do Opportunity (IMI + PW237) o controlador e os Klien minoritários.

Nossa investigação nos leva a acreditar que o Opportunity deseja negociar a venda de sua participação, mas não através do *Buy or Sell*. Essa ideia foi reforçada por um dos fatos relevantes divulgados, no qual o Grupo Opportunity faz três propostas ao sócio: a venda conjunta a um terceiro de todas as ações do controle, a avaliação da oferta do Tecon, e a fusão da Santos Brasil com a Multiterminias, empresa dos Klien. O Opportunity deseja uma negociação entre as partes. Por isso, acreditamos que, caso saia vitorioso da arbitragem, iniciará um novo processo de negociação que culminará com o controle sendo vendido para os Klien ou para um terceiro.

Acreditamos que o Opportunity não tem vantagens competitivas no longo prazo para ser um operador logístico e que ser um concessionário público em um governo que definitivamente não tem nenhuma simpatia pelo grupo não parece um bom negócio. Por isso a importância de um sócio estratégico. Ao longo dos últimos anos, Richard Klien tem atuado intensamente junto à ABRATEC (Associação Brasileira dos Terminais de Contêineres de Uso Público) para defender os interesses da Santos Brasil diante do regulador.

A favor do Opportunity pesa a grande quantidade de caixa que o Grupo tem hoje e o fato de precisar comprar menos da metade do *stake* que os Klien precisariam para adquirir o controle (o Acordo de Acionistas obriga os Klien a comprar a PW237, caso comprem o IMI)

Do lado dos Klien, existe uma importante motivação econômica para a maior disposição em permanecer com o ativo. Segundo o próprio Richard Klien, as sinergias da fusão com a Multiterminais seriam da ordem de R\$70 MM/ano, o que representa um valor presente acima de R\$500 milhões ou 25% do valor de mercado da Santos Brasil. Também, segundo o próprio Richard, sua intenção é unir suas operações e criar a “Ambev dos Portos”, podendo se beneficiar de economias de escala e escopo e de maior poder de barganha com os clientes. Esse conjunto de ativos, além das sinergias, poderia ser avaliado pelo mercado a um múltiplo muito mais alto, o que “criaria” facilmente R\$1 bilhão de valor de mercado.

Um fator relevante para nosso otimismo é o fato da atual discussão societária estar ocorrendo na Câmara de Arbitragem da CIESP em um processo com prazos bem estabelecidos e que deve ser resolvido nos próximos 6 meses. Além da maior celeridade os processos de arbitragem costumam ser reconhecidos pela seriedade dos árbitros envolvidos.

Resumidamente, para melhor compreensão, os cenários possíveis para o atual impasse:

Cenário 1

Buy or Sell é considerado válido – Proposta do fundo Tecon inválida

- a. Os Klien compram o Opportunity
- b. O Opportunity compra os Klien

Nesses dois casos, é possível que sequencialmente venha a haver uma associação ou venda a outros investidores

Cenário 2

Buy or Sell é considerado inválido – Proposta do Fundo Tecon válida

- a. Os Klien exercem direito de compra e compram 45 mil ações do Opportunity (IMI) – IMI cai abaixo de 25,5%
- b. Os Klien exercem venda conjunta com o IMI – Os Klien caem abaixo de 25,5%
- c. Os Klien não exercem nenhum direito e o IMI vende para o fundo Tecon – IMI cai abaixo de 25,5%.

Em todas as hipóteses do cenário 2, como explicamos, os Klien tornam-se minoritários. Embora acreditemos que esse cenário seja menos provável, reconhecemos sua possibilidade. Sabemos que o mercado avalia a continuação do Opportunity como negativa, mas cremos, pelo exposto, que, caso permaneça, acabará se associando a um parceiro estratégico e ainda manterá uma grande participação na empresa e a intenção de vendê-la futuramente.

A princípio, o cenário 1 obrigaria a extensão da oferta aos minoritários. Além do tradicional gatilho representado pela venda de controle, o estatuto da companhia garante o *poison pill* (obrigação de estender a oferta aos minoritários) caso qualquer acionista compre mais de 20% das ações ON. Com a saída do Opportunity ou dos Klien isso necessariamente aconteceria. Essa possibilidade não é central para o nosso investimento, uma vez que já vivenciamos formatos de venda de controle inimaginavelmente criativos para evitar o *Tag Along* para acreditarmos que é uma opção muito provável. O que é importante para a nossa tese é que acreditamos que todos os cenários prováveis são capazes de destravar o valor da companhia.

Vale ainda reafirmar que, como ficou claro nos últimos parágrafos, os acionistas minoritários desfrutam de todos os principais instrumentos de proteção: 100% de *Tag Along* em caso de alienação e aquisição de controle, 3 dos 9 conselheiros de administração são independentes, *poison pill* e a previsão de Arbitragem. As ações estão listadas no nível 2 da Bovespa e não no Novo Mercado porque o regulador ainda não permite o controle pulverizado. Outras formas presentes de alinhamento são o *stock option* para o *top management* e um programa de remuneração variável baseado em metas de EBITDA e EVA.

O Retorno Esperado

O momento operacional da empresa é excepcional, a demanda tem surpreendido muito ao longo de 2010, fazendo com que o volume negociado cresça aproximadamente 20%, batendo todos os recordes de movimentação no Porto de Santos. Como a estrutura de custo tem a sua maior parte fixa (~65%), mesmo sem aumento nominal de preço, o EBITDA cresce aproximadamente 40% em 2010. Isso tudo com baixo capex adicional pela utilização da capacidade ociosa.

Em 2011 e 2012, a fase favorável deve permanecer; sem entrada de nova capacidade e com a demanda aquecida, a empresa tem falado na possibilidade de reajuste de 10% nos preços no próximo ano e assinatura de contratos de longo prazo com os armadores.

A diluição de custo fixo e o baixo capex fazem com que o crescimento seja muito rentável e possibilite um forte aumento do fluxo de caixa livre nos próximos anos.

É importante frisar que se considerarmos todo o investimento já feito desde 1997, de R\$2,5 bilhões, os acionistas ainda não se beneficiaram de bons retornos. Utilizando nossa estimativa de EBITDA de R\$310 MM para 2010, estamos falando de um ROIC (*Return on Invested Capital*) consolidado de aproximadamente 7%, ainda abaixo do custo de capital.

A atividade portuária é capital intensiva, os investimentos em infraestrutura e equipamentos levam a altos custos fixos. O desafio é atingir economias de escala, com diluição de custos fixos, economias de escopo, adicionando serviços à operação do terminal e economias de densidade, propiciadas pelo aumento exponencial de produtividade permitido com o aumento de calado e maior extensão de berço.

A Santos Brasil está no início do processo de se beneficiar dessas economias, o que deve permitir que os acionistas recuperem o montante investido e tenham uma boa remuneração no futuro.

O valor de mercado da empresa está em aproximadamente R\$2,5 bilhões (R\$18/ação), montante igual ao total de investimentos feitos pelos acionistas desde a privatização e 1 bilhão a menos do que o preço do IPO (R\$23/ação) feito em 2006. Desde 2006, foram investidos mais de R\$ 1 bilhão e o cenário competitivo e regulatório se desenvolveu de forma favorável: o adiamento do contrato de concessão incluindo o quarto berço era contestado em 2006 pela Libra e a decisão foi favorável a Santos Brasil (esse berço está entrando em operação em 2010), o projeto de Embraport continua na mesma fase de desenvolvimento que há 4 anos (pelo menos mais 5 anos para entrar em operação) e a companhia ganhou a licitação do TEV, que se temia passar a um concorrente.

Nos últimos anos, dois outros importantes fatores também contribuíram para a redução do risco operacional da Empresa: a precificação do serviço evoluiu para ser feita em reais, o que, independente da flutuação cambial, torna a operação mais segura visto que os custos operacionais são essencialmente em reais e houve um significativo aumento da dependência da economia doméstica em detrimento da economia internacional, com o aumento das importações no *mix* de contêineres negociados.

O nosso cenário base tem como premissa o volume movimentado em Santos de 2000 TEUs em 2018, sem crescimento a partir de então e com uma queda de *market share* em 2015 pela entrada de maior competição. A título de comparação, a empresa tinha como *business plan* chegar a 3 milhões de TEUs em 2015. Não consideramos a expansão de Imbituba, Vila do Conde e TEV. Nessas condições, acreditamos que a ação tenha um valor justo de aproximadamente R\$30. A expansão de Imbituba poderia adicionar perto de R\$3 por ação; Vila do Conde, R\$1 e a maior utilização do Tecon de Santos, R\$2, levando nosso valor justo para R\$36.

Um outro cenário possível seria o *Tag Along*; nesse caso, acreditamos que o preço de R\$28,75 apresentado pelo Opportunity seja uma referência.

Outras formas de avaliação da empresa também nos levam a acreditar no potencial de valorização. Nossos números para 2011: EV/Ebitda de 5,4, P/E 9,0, *free cash flow yield* de 11,4% e taxa interna de retorno de 18% acima da inflação.

Nesses números, fazemos dois ajustes que não estão refletidos nas demonstrações financeiras da empresa: substituímos a depreciação de aproximadamente R\$100 milhões pelo capex de manutenção de R\$30 e utilizamos uma taxa de impostos de 34%. A empresa está passando por uma reestruturação que gerará economia fiscal; atualmente, os prejuízos em um ativo não podem ser compensados pelo lucro em outro, levando a uma taxa efetiva de imposto maior que 50%. Espera-se que esse efeito fiscal comece a partir de 2011.

Nosso cenário base também contempla a renovação da concessão por mais 25 anos, exigindo, em contrapartida, investimentos que não estão previstos no contrato atual.

Resumo do Valuation - Cenário Base

	2011	2012	2013	2014
Free Cash Flow Yield	11,4%	14,3%	16,6%	19,1%
EV/Ebitda	5,4			
P/L Ajustado	9,0			
TIR (real)	18,0%			

Por tudo o que foi descrito acima, acreditamos que o desentendimento societário tem ofuscado e se sobreposto ao ótimo momento operacional da empresa e ao potencial crescimento com retornos elevados propiciados pela capacidade ociosa nos terminais e baixa necessidade de capital de giro, característica da operação.

Por mais difícil que seja a interpretação dos fatos e a real motivação por trás de cada decisão quando há o envolvimento intenso de pessoas e seus, muitas vezes, pouco racionais desejos, acreditamos que o final dessa história pode representar uma esperança de retorno extraordinário. Vamos ter paciência!

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.

#####

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 635.5

*** Atualizado até 4/9/2013

Rentabilidade (%)	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06

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	17%
Mineração	15%
Bancos	13%
Industrial	12%
Transporte	10%
Energia Elétrica	10%
Petróleo	6%
Saúde	5%
Construção	4%
Siderurgia	3%
	95%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	11%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	32%
> R\$10 bi	52%
	95%

Análise de Liquidez	
Volume Diário	%
< R\$5 mm	14%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	33%
> R\$20 mm	48%
	95%

Dados atualizados em 30-set-2010

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.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.