

Carta Trimestral – 4T10

No último trimestre a Studio Investimentos completou seu primeiro ano de existência e gostaríamos de aproveitar esta carta para fazer uma prestação de contas da evolução da companhia. No ano de 2010, o Studio FIC FIA rendeu 29,07%. Buscaremos comentar também, algumas das principais posições que impactaram o desempenho do fundo.

Studio Investimentos

Em nossa primeira Carta Trimestral alertamos para o risco de se avaliar a qualidade de um fundo exclusivamente por seu histórico de rentabilidade. Enfatizamos a importância de se conhecer em detalhes os processos de investimento da gestora de recursos e a estrutura de incentivos utilizada para alinhar os interesses dos executivos/sócios e dos clientes.

Após acumular uma valorização de 35,61% desde o início do fundo, período em que o Ibovespa subiu apenas 2,04%, gostaríamos de destacar a natureza de longo prazo que os investimentos no Studio FIC FIA devem ter. Achamos importante reforçar que diferenciais de retorno tão expressivos, em períodos tão curtos, não devem ser tratadas como regra.

Quando nossas teses de investimento mostram-se acertadas, a convergência entre os preços de mercado e nossas expectativas pode levar vários meses ou, eventualmente, pode acontecer em poucos dias. Cabe ressaltar que a imprevisibilidade desses movimentos acaba por exercer um impacto bastante relevante nas oscilações de curto prazo do fundo.

Se por um lado destacamos a aleatoriedade existente nos movimentos de curto prazo, estamos convictos de que conseguiremos proporcionar aos nossos clientes uma geração relevante de valor ao longo dos anos, ainda que alternemos períodos de rentabilidades melhores e piores. Para isso, consideramos que é muito importante contar com investidores que compreendam bem nossa filosofia e estejam alinhados com o horizonte de investimento do fundo.

Neste contexto, acreditamos que estamos evoluindo na direção correta. Até 31 de dezembro de 2010, a Studio desenvolveu uma base de clientes saudável e diversificada, evoluindo de 7 cotistas (todos sócios) para 206 e concluiu o ano de 2010 com mais de R\$ 120 milhões em recursos administrados.

Durante esse primeiro ano também pudemos comprovar a eficácia de combinar experiências executivas multidisciplinares. Nossa rede de relacionamentos, adquirida principalmente no mundo corporativo, foi muito importante para todo o processo investigativo de análise e, como muitos converteram-se em clientes, gostaríamos de agradecer a todos que disponibilizaram uma parcela do seu tempo para enriquecer nossas discussões diárias.

Performance

Conforme detalhado na tabela que se encontra na última página, o Studio FIC FIA acumulou 29,07% de rentabilidade em 2010 e 35,61% desde seu início em 25/11/2009.

Ao longo dos próximos parágrafos destacaremos 3 (três) das principais posições que impactaram positivamente a rentabilidade do fundo em 2010, assim como 2 (duas) das posições que mais contribuíram negativamente.

Hering

A Hering representou a maior contribuição individual para a performance do fundo em 2010. Enquanto mantivemos a posição em HGTX3, a ação valorizou-se 209% e representou em média 6,9% do fundo. Como esta foi a única das três principais posições que não foi tema de uma carta trimestral, trataremos o caso com um pouco mais de detalhe.

Voltando um pouco na história da companhia, a operação de varejo começou nos anos 90. O elevado nível de endividamento em dólar comprometeu a saúde financeira da empresa após a desvalorização cambial de 1997. Em 2003, após uma nova desvalorização do real, a empresa foi obrigada a renegociar suas dívidas com os credores.

Somente em 2005 a empresa pôde desviar o foco da sobrevivência financeira para a evolução do negócio, buscando maiores crescimento e rentabilidade. Com o auxílio de um projeto muito bem desenvolvido por uma firma de consultoria, realizaram um diagnóstico extenso e promissor das perspectivas de longo prazo da companhia, quais seriam os problemas e oportunidades a serem endereçados.

A empresa veio a mercado com uma oferta de ações que a capitalizou e aumentou sua visibilidade. Renovou parte da administração, mudou o mix de produtos, aumentou o investimento em design e moda e houve um importante reposicionamento de preço. Além da grande aceleração do plano de abertura de novas lojas e reforma de lojas existentes. Do início da implementação do plano estratégico (2007) até hoje as vendas por metro quadrado dobraram ao mesmo tempo que o número de lojas também foi aproximadamente duplicado.

Quando investimos na empresa em 2009, acreditávamos que o trabalho a ser feito no nível do varejo ainda estava no estágio inicial e que, provavelmente, o impacto positivo das mudanças recém feitas ainda teria novos e relevantes desdobramentos.

Nos chamava a atenção o modelo de crescimento majoritariamente por franquias, que permitia um grande retorno sobre o investimento, já que os custos para abertura das loja são feitos pelos franqueados. Esse era um diferencial em relação às outras varejistas.

Outro diferencial era o modelo mais flexível. A presença através de lojas próprias, franquias ou multimarcas representava uma maior capacidade de expansão.

O conjunto dos fatores acima nos levou a investir na empresa, quando nossos números indicavam um P/L de aproximadamente 10x para o ano de 2010. Os resultados subsequentes foram muito acima da nossa expectativa e fizeram com que revisássemos nossa projeção de lucro de 2011 em mais de 50%.

A excelente performance da ação nos levou a desinvestir há alguns meses. Mesmo projetando um crescimento bem acima das empresas comparáveis, o valuation já não nos parecia tão motivador. Continuamos acreditando que o futuro da companhia é promissor. Sem dúvida, a recente expressiva alta das ações (de R\$ 2 em março de 2009 para R\$ 27) foi mais respaldada pela melhora de resultados do que pela expansão de múltiplo, mas, ainda assim, a margem de segurança caiu de forma relevante e os cenários menos otimistas já representariam um risco importante de perda.

lochpe Maxion

A lochpe foi a segunda maior contribuição individual para a performance do fundo no ano de 2010. Na nossa carta do 2T10, descrevemos com detalhes nosso racional de investimento no ativo. Nossa tese de investimento sempre esteve amparada na grande necessidade de investimentos do Brasil no setor de transportes e no sólido posicionamento de mercado da empresa, com market share relevante em segmentos de auto-peças críticas para o setor de veículos pesados e ferroviário. Além disso, as unidades fabris da companhia apresentavam ao final de 2009 elevada capacidade ociosa, fruto do pesado ciclo de investimentos da empresa no pré-crise seguido da forte crise do final de 2008. Isso criava um cenário virtuoso com possibilidade de forte incremento de produção e baixa necessidade de investimentos. Dada a natureza da atividade de auto-peças com margens mais apertadas e custo fixos relevantes como proporção da geração de caixa das empresas, o aumento da produção também possibilitava uma grande diluição nos custos fixos com expressiva expansão das margens operacionais. Foi exatamente o que ocorreu e o EBITDA da companhia deve fechar 2010 cerca de 90% acima do ano de 2009, já ajustado para aquisição dos ativos de rodas para veículos leves, divisão Fumagalli, concluída em setembro 2009.

Desde o investimento de 2010 as ações da Lochpe Maxion se valorizaram 93% e fomos reduzindo nossa exposição no ativo à medida que nossa margem de segurança foi diminuindo.

Neste início de 2011, após a forte queda das ações da empresa e sem alteração nos fundamentos da companhia e do setor em que está inserida, voltamos a aumentar nossa exposição na empresa, embora agora detenhamos, uma posição menor que aquela que mantivemos na maior parte do ano de 2010. Poderemos aumentar ainda mais, se novas correções no preço do ativo, tornarem a relação de risco-retorno ainda mais atraentes.

Santos Brasil

A Santos Brasil foi a terceira maior contribuição individual de performance para o fundo em 2010. Desde o começo do fundo até 31 de dezembro de 2010 a ação subiu 65%. Na carta do 3T10, explicitamos as razões para nosso investimento na empresa. Permanecemos muito confiantes nos fundamentos operacionais da companhia com crescimento altamente rentável propiciado pelo privilegiado posicionamento estratégico e geográfico. A Santos Brasil opera o único terminal em Santos com capacidade de expansão para acomodar o forte crescimento da carga de exportação e importação de containers na região, com baixa necessidade de investimentos para expansão.

Seguimos acreditando na tendência de aumento da abertura comercial brasileira e da containerização das cargas no mundo. Aliando isto ao forte gargalo de infraestrutura portuária no Brasil, que entendemos que deve demorar para ser corrigido, temos um cenário bastante benigno para a companhia que seguirá aumentando o volume, diluindo custos fixos e expandindo suas margens operacionais nos próximos anos.

Apesar do ótimo momento operacional, acreditamos que o desentendimento societário (descrito em detalhes na carta anterior) tem canalizado as atenções dos investidores e ofuscado o virtuoso momento dos negócios da companhia.

Apesar do forte desempenho da ação desde o investimento (início do fundo), estamos ainda bastante confiantes com os resultados operacionais e com um final favorável para a questão societária, o que justifica o fato da exposição atual ser maior que no passado e ainda representar um dos nossos principais investimentos.

Petrobras

Nossa posição em Petrobras ao longo de 2010 foi claramente uma decisão equivocada e a pior contribuição de performance para o fundo. No ano, a ação acumulou perda de 28%.

Entendemos que a performance decepcionante pode ser atribuída a um conjunto de fatores que envolve o conturbado processo de transferência de 5,0 bilhões de barris de óleo equivalente (boe) do pré-sal, a preocupação dos investidores com o aumento do envolvimento do governo na companhia e as dúvidas sobre a taxa de retorno de grande parte do audacioso plano de investimentos da Petrobras.

Apesar de compartilharmos algum desconforto com os riscos citados acima, fomos surpreendidos pela magnitude do ajuste no preço das ações e acreditamos que outros fatores positivos acabaram sendo negligenciados em meio a turbulência provocada pelo ano eleitoral e o processo de capitalização da companhia.

O exemplo mais significativo é um projeto da área de Exploração e Produção da Petrobras denominado “Varredura” que em 2010 descobriu 1,9 bilhão de boe distribuído em regiões onde já existe infraestrutura de produção instalada e que poderá ser extraído rapidamente, com poucos investimentos adicionais.

Muito se argumentou que as reservas transferidas pelo governo teriam sido sobrevalorizadas e que ao invés de US\$ 8,0/boe o preço justo deveria ter sido mais próximo de US\$ 6,0/boe. Lembrando que a produção desses campos será isenta de um tributo bastante relevante (Participação Especial), mesmo que consideremos toda essa diferença, estaríamos falando em um sobrepreço de US\$ 10 bilhões, ou menos de 5% do atual valor de mercado da Petrobras. Só para trazer uma dimensão alternativa, sem a necessidade de se instalar novas plataformas ou infraestrutura de escoamento, estimamos que o 1,9 bilhão de boe do Projeto Varredura pode valer aproximadamente US\$ 22/boe ou US\$ 42 bilhões.

O investimento na Petrobras carregará sempre um grande dilema. Por um lado, a empresa possui um posicionamento estratégico único, capaz de expandir substancialmente suas reservas convencionais de petróleo em um ambiente regulatório relativamente estável e com controle sobre um grande mercado consumidor de derivados. O principal contraponto recai sobre natureza estatal de seu controle e os conhecidos incentivos não econômicos deste acionista.

Neste contexto, é difícil conquistar a convicção requerida para montar uma posição muito relevante no fundo, mas ainda acreditamos que o atual valuation da companhia representa uma oportunidade de retorno interessante e parece proporcionar margem de segurança suficiente para acomodar os riscos inerentes a este investimento.

Lupatech

A segunda maior contribuição negativa do fundo em 2010 ficou por conta da Lupatech e, por ser um caso menos conhecido, vamos dedicar-lhe um pouco mais de espaço.

Inserida em um setor altamente promissor, a companhia destacou-se nos últimos anos como o principal consolidador de pequenos e médios fornecedores do setor de Petróleo e Gás no Brasil. Para isso, a Lupatech contou com o empreendedorismo do seu fundador, com os recursos advindos de seu IPO em 2006, e com o suporte do BNDES e do fundo de pensão da Petrobras (Petros) que são hoje seus principais acionistas não controladores, detendo 11,4% e 15% do capital da companhia.

De maneira bastante resumida, no final de 2009, a Lupatech estava atravessando um dos momentos operacionais mais difíceis de sua história. Após mais de uma década vivendo um ciclo altamente virtuoso onde a companhia realizou 17 aquisições e registrou crescimento expressivo em seus resultados, o ano de 2009 apresentou um cenário diferente e desafiador.

Após finalizar 2008 com EBITDA de R\$ 210 milhões, a companhia foi surpreendida com uma demanda por seus produtos muito abaixo do nível para o qual ela havia se preparado. Como resultado, em 2009, o EBITDA caiu para R\$ 82 milhões com compressão significativa da margem operacional, principalmente, por ter utilizado apenas 35% de sua capacidade instalada.

Acompanhamos a Lupatech desde sua abertura de capital, mas até a crise não tivemos a oportunidade de ser acionistas já que o posicionamento estratégico da companhia sempre provocou uma excelente impressão nos investidores e não tínhamos conforto para pagar o elevado nível de preço das ações.

As premissas que justificavam aqueles preços incluíam crescimento expressivo por muitos anos e com alto nível de retorno sobre seus investimentos. Para exemplificar essa situação, em junho de 2008, a companhia chegou a valer R\$ 3,9 bilhões (*Enterprise Value*), quando nossa estimativa de EBITDA para aquele ano estava em R\$ 200 milhões, um múltiplo projetado de 19,5X EV/EBITDA.

Após a crise de 2008 e a dificuldade para recuperar o backlog demonstrada após todo o ano de 2009, a ação da companhia estava negociando a R\$ 25, queda de 61% do pico atingido no pré-crise. No final de 2009, o petróleo já havia voltado para US\$ 80 e novas informações reforçavam a viabilidade das descobertas gigantes realizadas no pré-sal. As perspectivas para o setor nos pareciam ainda mais favoráveis do que nos anos anteriores e, após a desvalorização das ações, o investimento parecia mais atrativo.

Visualizávamos naquele momento um investimento que possuía alta perspectiva de retorno, sem menosprezar que os riscos também se mostravam bastante elevados. A grande capacidade ociosa da companhia poderia gerar crescimento expressivo em seu faturamento sem necessitar de investimentos adicionais e levando a expansão de margens muito relevantes. O alto nível de endividamento da empresa também poderia ser uma oportunidade de ver o valor das ações se elevar ainda mais do que o crescimento que prevíamos para a geração de caixa da companhia. Tudo isso dependia, entretanto, de uma recuperação acelerada da demanda que se não acontecesse poderia ir deteriorando a situação financeira da Lupatech e enfraquecendo a sua posição comercial.

Durante o ano de 2010, a situação da companhia não apresentou a evolução que esperávamos. O backlog até se expandiu de forma significativa, mas com um prazo médio muito longo e focado em serviços que necessitarão de investimentos significativos e não farão uso da capacidade criada com os investimentos do passado.

Após um processo amplo de levantamento de informações com agentes do setor, constatamos que outras empresas fornecedoras de equipamentos conseguiram superar com mais velocidade a retração da demanda que ocorreu durante a crise. Adicionalmente, o acirramento do ambiente competitivo também reforçou nossas dúvidas quanto a recorrência das margens operacionais apresentadas no passado. Essas informações contribuíram para que revisássemos nossas expectativas de resultados para os próximos anos e mesmo depois de perder mais de 18% neste investimentos, com uma exposição média próxima a 3,5%, decidimos desinvestir no início do último trimestre.

Perspectivas

A forte performance obtida em alguns dos investimentos do fundo provocou uma rotatividade maior do que o nível recorrente esperado para a carteira do Studio FIC FIA.

Os casos resumidos acima, ajudam a ilustrar algumas das movimentações realizadas nos últimos trimestres. O portfólio deste início de 2011 conta com novos investimentos feitos ao longo do ano, além de alterações nas exposições de determinados ativos mais antigos.

Assim como fizemos em 2010, utilizaremos as próximas Cartas Trimestrais para passar aos clientes o racional de alguns dos nossos casos de investimentos mais importantes. Acreditamos que através deste canal conseguimos transmitir melhor como funciona o nosso processo de tomada de decisão e também destacamos os principais pilares que amparam tais posições.

Sempre focados no longo prazo, estamos bastante entusiasmados com o balanço entre a margem de segurança e a expectativa de retorno do portfólio atual do fundo.

Agradecemos pela confiança e desejamos um bom 2011 para todos.

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	-
	bovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	Studio FIC FIA	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61
	bovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 83.7 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 41.9 Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Master FIA: PL (MM) R\$ 122.2

*** Atualizado até 31/12/2010

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		Market Cap.	
Setor	Expo.		%
Consumo	19%	< R\$2 bi	12%
Mineração	12%	> R\$2 bi e < R\$10 bi	31%
Bancos	12%	> R\$10 bi	49%
Industrial	10%		92%
Energia Elétrica	8%		
Petróleo	7%		
Transporte	6%		
Saúde	6%		
Siderurgia	4%		
Papel e Celulose	4%		
Construção	3%		
	92%		

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	23%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	17%
> R\$20 mm	52%
* Média 90 dias	92%

Dados atualizados em 31-dez-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. 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. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.