

## Carta 11 - 2013

Assim como tradicionalmente fazemos nas cartas de final de ano, abordaremos os principais casos de investimento que influenciaram a performance do fundo em 2013. Também utilizaremos este espaço para atualizar-lhes sobre os últimos acontecimentos relevantes da companhia.

### Studio Investimentos

Nos últimos anos comunicamos aqui novas contratações que fizeram parte do processo de fortalecimento da nossa equipe de gestão. Hoje estamos estruturados com sete analistas e a cada ano que passa estes ganham senioridade e contribuem de maneira mais relevante para as decisões de investimento do fundo. Sempre buscamos e defendemos o alinhamento dos interesses dos tomadores de decisão, os clientes do fundo e os sócios da Studio. Dentro do processo de amadurecimento da empresa, estamos muito felizes em comunicar aos nossos clientes e parceiros que Luis Nogueira se tornou o mais novo sócio da Studio Investimentos em 2014. Parabéns Luis e contamos com você na nossa busca permanente por bons investimentos.

Decorridos pouco mais de 4 anos, o patrimônio administrado pela Studio no final de 2013 totalizava R\$ 676 milhões, investidos por mais de 500 clientes. Desde seu início, em 25 de novembro de 2009, o Studio FIC FIA acumula alta de 69,9% contra quedas de 24,2% do Ibovespa e 1,2% do IBX.

### Performance

Conforme detalhado na tabela que se encontra na última página desta carta, o Studio FIC FIA registrou alta de 7,2% em 2013 enquanto o Ibovespa caiu 15,5% e o IBX 3,1%.

Ao longo dos próximos parágrafos destacaremos três das principais posições que impactaram positivamente a rentabilidade do fundo em 2013, assim como duas posições que se destacaram negativamente.

### Cielo

Durante o ano de 2013 nosso investimento em Cielo foi o que mais contribuiu para a performance do fundo. O negócio de aquisição já foi objeto de discussão em nossas cartas por duas vezes. No quarto trimestre de 2011, comentamos sobre a tese de investimento em Redecard, que havia sido um dos destaques de rentabilidade do fundo naquele ano. Posteriormente, no primeiro trimestre de 2012 dedicamos uma carta inteira para abordar nossa visão construtiva com o *business* e no momento em que o Itaú fechou o capital da Redecard, convertemos a posição de Redecard em Cielo.

Desde nosso primeiro investimento no setor, em junho de 2011, as companhias incumbentes continuaram se beneficiando de um mercado de meio de pagamentos que cresce 20% ao ano, mesmo com o decepcionante desempenho econômico do país nesse período.

Ocorreram muitas mudanças nesses últimos anos: o fim da exclusividade demandou melhor nível de atendimento aos clientes, máquinas mais modernas (POS) foram amplamente distribuídas aos estabelecimentos, acordos comerciais com os bancos independentes (HSBC, Safra e Caixa) passaram a ser muito bem remunerados, grandes clientes

usaram o novo poder de barganha para negociar melhores condições (grandes varejistas, redes de farmácias, de postos de gasolina), o Santander/Getnet virou uma realidade e conquistou seu *fair market share* com uma bem sucedida conversão da base de clientes do banco e o Itaú Unibanco fechou o capital da Redecard.

Mesmo em meio a tantas novidades, nossas principais premissas do caso de investimento foram preservadas. O único novo *player* que conseguiu conquistar mercado foi o Santander, reforçando a relevância da rede de distribuição bancária. O arcabouço regulatório evoluiu, mas não aconteceu nenhuma intervenção radical. A disputa por mercado não corroeu significativamente a rentabilidade do negócio. Finalmente, os bancos, principal canal comercial, vêm suavemente aumentando sua parcela no *profit pool* da indústria.

Resgatando alguns fragmentos da conclusão da carta do 1T12:

“Após quase dois anos da quebra da exclusividade entre as bandeiras e credenciadoras, conseguimos ter maior visibilidade sobre os riscos e barreiras de entrada no setor dada sua nova estrutura competitiva. Consideramos, por exemplo, que atualmente o risco de mais alguma interferência regulatória no curto-médio prazo é significativamente menor. O mercado está aberto à competição e os novos entrantes aos poucos irão garantir suas fatias. A probabilidade de alguma imposição nesse cenário nos parece muito baixa.

Além disso, atualmente também achamos pouco provável que haja um cenário de guerra de preços. Aliado ao robusto crescimento da indústria e à capilaridade dos bancos emissores, principal ativo na cadeia, observamos bons resultados daquelas credenciadoras que estão se diferenciando e investindo no produto a fim de aumentar o poder de barganha na negociação das taxas e fidelizar os estabelecimentos comerciais.

Por outro lado, a relação potencialmente conflituosa entre os bancos emissores (controladores) e as credenciadoras aparece como o maior risco. Apesar de acreditar em alguma transferência de valor das credenciadoras para os controladores ao longo do tempo, esta deve ocorrer de forma gradativa, sem comprometer relevantemente as perspectivas de crescimento de resultado.”

Após a boa performance das ações durante o período do investimento, reduzimos sensivelmente nossa exposição por não termos mais a margem de segurança que existia no passado. Ainda acreditamos que o maior risco para a companhia não vem do ambiente competitivo e sim da sua relação com os controladores (Bradesco e Banco do Brasil). Acreditamos que a rentabilidade extraordinária do negócio é amparada por um acesso muito privilegiado à base de cliente dos bancos que, em nossa opinião, não são remunerados de maneira equivalente por todo o benefício que propiciam. O Itaú fechou o capital da Redecard e resolveu essa questão, mas no caso da Cielo este processo não é tão simples. Ainda atribuímos maior probabilidade a uma recomposição gradual e suave dos *economics* em direção aos bancos. Nesse cenário, a Cielo ainda terá boa performance nos próximos anos e deve ser uma boa opção de investimento.

## **BB Seguridade**

A segunda maior contribuição de performance do fundo veio de uma companhia recém listada na Bovespa, a BB Seguridade.

Usualmente, nosso processo de avaliação de uma companhia fica bastante prejudicado quando estamos olhando uma oportunidade de IPO: pouco histórico operacional, conhecimento restrito sobre os executivos e grupo controlador, falta de experiência sobre os impactos na companhia em diferentes momentos dos ciclos econômicos, além do evidente conflito de estar comprando algo que o próprio controlador (maior conhecedor do assunto) está vendendo para você.

Por outro lado, há muitos anos acompanhamos o setor bancário brasileiro, focados principalmente nas operações do Itaú, que sempre foi uma posição importante do nosso portfólio. Dentro das operações do banco, já dedicávamos bastante tempo às importantes vendas de produtos de seguro nas agências bancárias, *bancassurance*, e nosso otimismo com esses produtos motivou dedicarmos mais tempo para melhor entender a oferta da BB Seguridade.

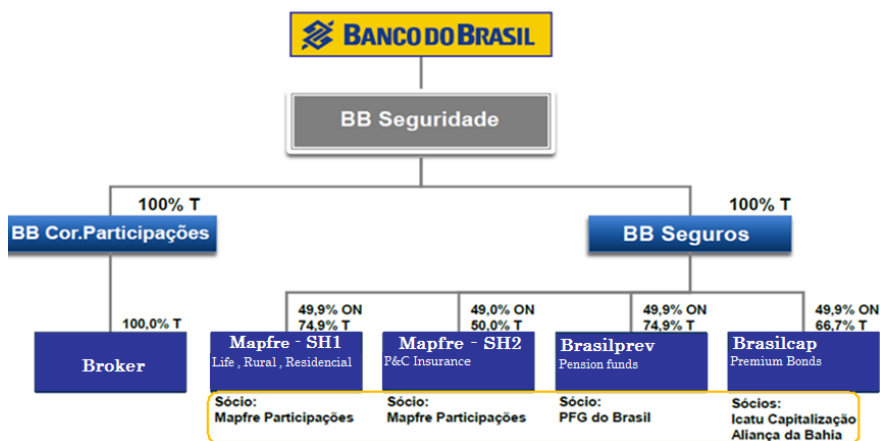
Apesar de a holding que comportaria as operações de seguros do banco ter sido estruturada para vir a mercado, as empresas operacionais já existiam e foi possível obter vários anos de histórico operacional disponível na SUSEP, com crescimento de prêmios, sinistralidade, despesas de vendas e etc.

Quando o Banco do Brasil decidiu vender seguros para sua base de clientes, adotou a estratégia de contar com um sócio estratégico privado em cada uma das principais linhas de seguro, obtendo acesso mais rápido ao conhecimento específico dos produtos e usufruindo da maior flexibilidade para contratação de funcionários e serviços, sem as amarras de uma companhia estatal.

Com base nisso, assim foram constituídas as empresas operacionais no passado:

- SH1 - uma parceria com a Mapfre, responsável pela concepção dos produtos de Vida, Rural e Prestamista (produto criado para garantir a quitação de um empréstimo na eventualidade do óbito do cliente)
- SH2 – sociedade também com a Mapfre para venda de seguros Auto e Residência.
- Brasilprev – sociedade com a Principal Financial Group, responsável pelos produtos de Previdência (PGBL, VGBL)
- Brasilcap – sociedade com o Icatu Capitalização e com a Aliança da Bahia, responsável pela venda dos produtos de capitalização.

Além das participações em cada uma dessas 4 companhias citadas acima, o Banco do Brasil decidiu acrescentar à estruturação da holding BB Seguridade mais uma empresa, a BB Corretora Participações, que conta com um contrato com o Banco onde estão estabelecidos os custos parametrizados (associados a utilização dos gerentes e de alguns outros ativos do banco quando destinados a venda de seguros), assim como as receitas de corretagem pagas pelas empresas operacionais (SH1, SH2, Brasilprev e Brasilcap) sempre que um seguro é vendido através da rede de distribuição do banco.



A estrutura final da companhia que veio a mercado ficou muito interessante: proporcionou acesso a mercados com um vasto potencial de crescimento, com baixa penetração dentro da base de clientes do próprio banco, e com elevada barreira para competição.

Os produtos de *bancassurance* (Previdência, Capitalização, Prestamista, Rural e Vida) são em sua imensa maioria ofertados pelos bancos de varejo, com elevada taxa de fidelização e difícil comparação entre seus preços. Alguns se beneficiam da credibilidade e solidez das grandes instituições financeiras (previdência, capitalização e vida) e outros são comercializados no momento da contratação de outros produtos (prestamista e rural). Por isso os grandes bancos brasileiros têm elevada concentração de mercado em todos esses produtos.

Além do acesso ao interessante mercado de seguros, víamos outra grande vantagem na estruturação da BB Seguridade. Para melhor entendê-la, falaremos a seguir um pouco mais do setor financeiro.

A indústria bancária brasileira concentrou-se de maneira muito relevante nos últimos anos e as barreiras para novos competidores tornaram-se ainda mais elevadas. Diferentemente dos principais mercados mundiais, no Brasil, os bancos desenvolveram com muito sucesso o conceito de *one stop shop* de serviços financeiros e dominam as mais

diferentes linhas de negócios, concentrando operações de banco de varejo, banco de investimento, corretagem, gestão de recursos, administração de fundos, cartão de crédito, adquirência e seguros.

Nesse modelo, o poder dos bancos e sua consequente rentabilidade advém da solidez financeira, fidelidade de sua base de clientes, de suas extensas e onerosas redes de agências, investimentos vultuosos em recursos humanos e tecnológicos, campanhas de marketing e finalmente a escala, que acaba proporcionando baixo custo unitário para cada serviço ou produto marginal oferecido.

A visão segmentada de um conjunto de produtos vendidos pelo banco pode incitar uma conclusão incompleta de que a rentabilidade daquele negócio é muito maior do que ela realmente é. Carregar todos os custos fixos associados a operação do Banco do Brasil, do Bradesco ou do Itaú requer constantes inovações, introdução de produtos e serviços e foco interminável no controle das despesas. Em uma reunião com um alto executivo de um banco privado nacional, escutamos uma colocação que levaremos para sempre: ele destacou que todos os executivos responsáveis por áreas operacionais específicas do banco acreditam que seus negócios contribuem com retornos mais elevados do que o retorno consolidado do banco. Se todos tem retorno mais alto do que o consolidado, quem puxa o retorno pra baixo? Quem puxa para baixo é a corporação, o custo fixo da operação, sendo muito difícil alocar de maneira precisa esses custos entre os diferentes produtos e só olhando o número consolidado tem-se uma visão correta da performance das companhias.

Seguindo esse racional, ao analisar os custos e despesas alocados à BB Seguridade como contrapartida do acesso a todos os benefícios da exclusividade para venda de produtos de seguros na rede de atendimento do Banco do Brasil, concluímos que aquela poderia ser uma excelente oportunidade de investimento.

Restava então avaliar a governança da nova companhia para entender o quão sustentável seria esta situação extremamente benéfica. Inserido num momento adverso, o IPO estava acontecendo enquanto as ações do Banco do Brasil vinham sofrendo como resultado da expansão agressiva da sua carteira de crédito, incentivada pelo seu acionista controlador, o Governo. Como era importante para o banco levantar capital naquele momento, as demandas dos investidores potenciais foram levadas em consideração e comitês, com a presença de membros independentes, foram criados para votar em todas as matérias que envolvessem conflito de interesse entre o Banco e a Seguridade. Este movimento não excluiu de maneira definitiva o risco de reavaliação dos contratos, mas adicionou mais uma camada de proteção para os minoritários.

O *valuation* da oferta inicial nos pareceu bastante convidativo e iniciamos nosso investimento naquele momento. A performance de vendas foi muito forte durante o ano de 2013 e mesmo considerando uma desaceleração significativa em 2014, ainda gostamos do investimento. O elevado nível de retorno sobre o capital investido e a baixa penetração desses mercados de seguro asseguram que a empresa continuará crescendo com boa distribuição de dividendos.

Amparados por um embasamento conceitual bastante similar, já havíamos encontrado oportunidades de investimento que contribuíram de maneira relevante para a performance do fundo nos últimos anos. Os casos de investimento da Redecard e, posteriormente, da Cielo contavam com uma raiz semelhante à decisão de investir na BB Seguridade. Nestas duas, a formação das companhias permitiu acesso aos benefícios da rede de distribuição dos bancos de varejo, sem incorrer no custo equivalente. Como mencionamos na avaliação da Cielo anteriormente, essa é a maior força da empresa, mas também reside aí seu maior risco.

## Estácio

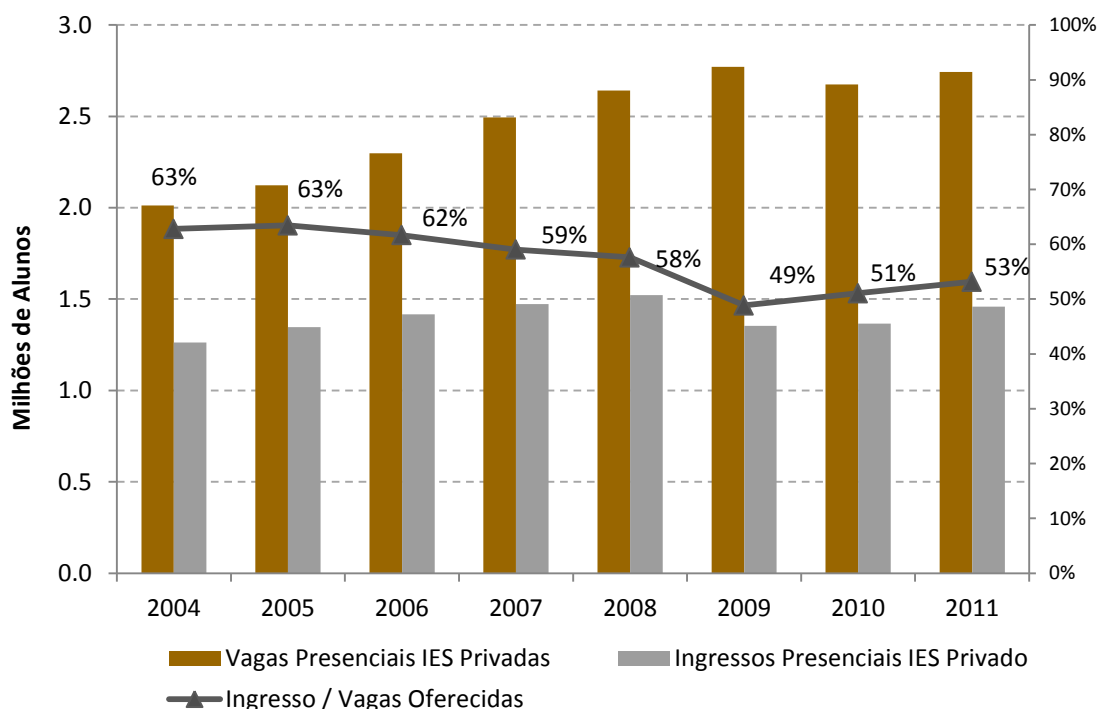
Acompanhávamos com certas reservas o setor de educação superior desde o IPO de suas companhias nos anos 2006 e 2007. Os principais motivos para adotarmos uma visão cautelosa eram:

i) apesar dos estudos demográficos apontarem expectativas positivas para os anos subsequentes, com uma enorme demanda reprimida de jovens diplomados no ensino médio porém sem curso universitário, o número de alunos matriculados no ensino superior vinha crescendo a taxas baixas. Dados do Censo mostravam que o número de ingressantes em instituições de ensino superior privadas entre 2006 e 2011 crescera apenas 0,6% ao ano.

ii) havia uma cultura à inadimplência no setor. O aluno tinha grande “incentivo” em não honrar seus compromissos financeiros, uma vez que as Instituições de Ensino não podem impedi-lo de frequentar as aulas no semestre em

andamento. Com isso, observávamos os recebíveis das empresas crescendo num ritmo maior que o crescimento de suas receitas. No final do semestre, quando aluno e faculdade sentavam para renegociar a dívida, na maioria das vezes, a instituição, para mantê-lo em sua base, dava descontos, estendia parcelas ou até mesmo perdoava sua dívida. Conseqüentemente, o lucro reportado pelas companhias era consistentemente muito superior à geração de caixa observada.

iii) o ambiente competitivo nas principais cidades brasileiras era então bastante intenso. A oferta de vagas no mercado privado era crescente, enquanto a demanda por elas quase nada variava. Era praticamente impossível repassar qualquer aumento nos preços das mensalidades. A forte competição no setor não era um fenômeno recente. Desde a abertura do ensino superior para entidades com fins lucrativos em 1997, o mercado convivia com aumento exponencial do número de vagas, de instituições e com a dificuldade de aumentar as mensalidades.



Combinando essas altas taxas de inadimplência e de evasão, baixo crescimento de matrículas e dificuldade de repassar preço nas mensalidades num setor com altos custos fixos, foram geradas pressões relevantes nas margens operacionais das companhias.

A nossa tese de investimento no setor de educação foi sustentada por dois *drivers* principais. O primeiro e principal foi a reformulação do FIES (Fundo de Financiamento Estudantil), programa criado pelo governo em 2001 com o intuito de conceder financiamentos a estudantes matriculados em cursos de ensino superior. Apesar de ser financeiramente atrativo, inicialmente o programa não emplacou e as Instituições não conseguiram alavancar a captação de alunos como era esperado. No final de 2010, o programa foi bastante alterado pelo MEC. As taxas de financiamento passaram a ser de 3,4% a.a, carência de 18 meses e prazos de financiamento estendidos em mais de 3 vezes a duração do curso, além de diversas outras vantagens. Dessa vez o programa foi um sucesso e o reflexo disso foi a evolução positiva das captações de alunos nos vestibulares subsequentes. O FIES, além de gerar um fluxo de entrada de jovens no Ensino Superior, proporcionou um *mix* de cursos com mensalidades mais altas para as Instituições, uma vez que os alunos ficam menos sensíveis ao preço final da mensalidade no momento da sua escolha de curso.

Adicionalmente, e ainda mais relevante, o FIES é um importante instrumento para redução da evasão no setor. Como boa parte dos alunos que não completam um curso desistem por incapacidade financeira de manter as mensalidades em dia, o programa de financiamento estudantil funcionou como um vetor importante para reduzir a evasão e inadimplência no setor.

<b>Estácio - Ensino Presencial</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Captação de Alunos (mil) *</b>	<b>87.5</b>	<b>88.0</b>	<b>101.5</b>	<b>122.3</b>	<b>149.1</b>
<b>Crescimento Y-o-Y (%)</b>		<b>0%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>

\* Já excluindo alunos não enturmadados

Tabela 1 – Crescimento acelerado nos vestibulares de 2011, 2012 e 2013, bem acima do observado nos anos anteriores.

O segundo pilar que sustentou nosso investimento no setor foi a comprovação da grande escala operacional do negócio ao longo do ano de 2012. Todas as empresas de capital aberto do setor tiveram expansões de margens relevantes em 2012, diluindo os altos custos fixos de professores e aluguel graças a um número maior de alunos por sala de aula.

Durante esse ano de 2012 as ações das empresas do setor se valorizaram de forma expressiva. Não estávamos posicionados durante a maior parte do ano, mas ainda assim, ao final de 2012 reavaliamos as perspectivas do setor e de suas empresas e iniciamos nosso investimento em Estácio por acreditar que os benefícios listados estavam ainda muito distantes de terminar.

Escolhemos como veículo de investimento a Estácio, pois além de enxergarmos a empresa pronta para se beneficiar das vantagens supracitadas, ela estava focada na melhoria da qualidade do ensino e na percepção de sua marca, que vinha se degradando ao longo da última década, algo fundamental para a perpetuidade do negócio.

Além disso, a empresa possui uma estratégia que nos parecia mais sustentável no longo prazo. A Estácio tinha uma exposição muito menor em EAD (Ensino a Distância) quando comparávamos às outras companhias listadas e víamos um grau de risco maior nesse segmento, uma vez que a baixa competição nessa modalidade era sustentada por barreiras regulatórias por parte do Ministério da Educação (MEC) que tornavam o processo de credenciamento de novas Instituições bastante lento. Entretanto, ao longo de 2013, ao contrário do que pensávamos, poucas foram as instituições que conseguiram obter autorização do MEC para oferecer ensino à distância, e o segmento se mostrou bastante rentável para as empresas que já estavam bem posicionadas. Ao final de 2013, a Estácio anunciou a aquisição da Uniseb, instituição com forte presença no ensino à distância que trará maior capilaridade para a companhia, dado os mais de 164 polos de apoio já autorizados pelo MEC.

Por fim, cerca de 50% dos alunos da Estácio estão no Rio de Janeiro, estado em que é líder incontestável de *market share* e com concorrentes - Grupo Galileo (UniverCidade e Gama Filho) e Candido Mendes - passando por dificuldades financeiras. Tínhamos o conforto que o ambiente competitivo no Rio, que já vinha se mostrando bastante favorável, iria provavelmente perdurar dessa forma por mais tempo, permitindo que a empresa continuasse repassando aumentos reais de preços nas mensalidades como havia ocorrido em 2012. Além da exposição ao Rio, a Estácio tem ainda presença relevante no Nordeste, região em que são observadas as maiores taxas de crescimento de alunos do país.

Mesmo após o forte desempenho das ações da Estácio em 2012, elas ainda se valorizaram 47,6% em 2013 e permanecemos acreditando que os fatores estruturais que justificaram nosso investimento na empresa continuam válidos para os próximos anos.

## Aliansce

Na carta de 2012 comentamos que a excelente performance dos shoppings foi baseada mais em expansão de múltiplo ou redução de retorno exigido pelos investidores (taxa de desconto) do que em relevantes mudanças de resultado reportado ou esperado. Acreditamos que em 2013 a má performance foi amplamente explicada pelo

movimento oposto: redução de múltiplos em que as ações negociam na bolsa e aumento de retornos implícitos. Aparentemente, ambos os movimentos tiveram como gatilho a variação da curva de juros no Brasil. Sem menosprezar a piora nas expectativas futuras, particularmente em determinados projetos.

Do ponto de vista de resultado operacional não houve grande mudança, embora seja verdade que as companhias mais alavancadas sofreram mais nas projeções de lucro com a expectativa de custo de dívida mais alto. A Aliansce, apesar de ser umas das empresas mais alavancadas, tem uma grande proteção nesse sentido: toda sua dívida é pré-fixada, com prazo médio de 7 anos, sendo 87% com juros nominais definidos.

Sem dúvida o que vem surpreendendo negativamente desde o meio de 2012 é a dificuldade de comercialização e, conseqüentemente, o resultado operacional dos novos projetos. Na nossa estimativa, os shoppings de Vila Velha e de Bauru (inaugurados em 2012) farão em 2013 perto de 60 e 80%, respectivamente, dos NOIs (*net operating income*) estimados para os projetos no primeiro ano de operação. Mesmo shoppings mais bem posicionados como o de Maceió e o de Fortaleza, inaugurados em 2013, tiveram estimativas iniciais reduzidas. Mais uma vez, vale ressaltar que expectativa de NOI mais baixo incomoda mais quando a companhia é alavancada, como é o caso da Aliansce.

Existe uma preocupação, da qual compartilhamos, com relação à capacidade de contínuo aumento do consumo no Brasil. Acreditávamos, no início do ano, que o consumo desaceleraria, mas que os shoppings teriam uma suavização nesse processo pelo ganho de *market share* em relação ao comércio de rua e ao processo de seleção natural dos varejistas dentro dos bons empreendimentos. Esse cenário tem se confirmado: a Aliansce teve um *same area sales* de 10,4% em 2013, nível similar ao de 2012 e taxas de ocupação e inadimplência estáveis.

Como mencionamos também na carta de 2012, uma das nossas grandes preocupações é a concorrência. Passamos boa parte do ano monitorando esse ponto e vamos gastar um pouco mais de tempo explorando-o. Acreditamos que 2013 foi o ano em que mais se inaugurou shoppings na história do país. Os projetos inaugurados em 2013, e parte de 2014, são resquícius da fase de crescimento mais forte da economia. Esse ritmo de inauguração deve desacelerar com o menor crescimento do consumo e o acesso a crédito mais restrito.

Ao longo de 2013 visitamos os três principais ativos da Aliansce (que representam perto de 45% da receita), Iguatemi Salvador, Boulevard Belém e Bangu. As visitas reforçaram a visão de que esses empreendimentos são muito bem posicionados e devem continuar a ganhar valor com o passar do tempo. Os *same store sales* (SSS) acumulados dos 9 primeiros meses de 2013 reforçam essa visão: 6, 13 e 11% e *same store rent* (SSR) de 7, 14 e 19% respectivamente, números que mostram a manutenção da saúde financeira da média dos lojistas.

Salvador realmente surpreende pelo aumento do trânsito na cidade e pelo fluxo de pessoas no Iguatemi. Não lembramos de outro shopping que durante a semana mantenha o funcionamento das escadas priorizando facilitar a movimentação de pessoas, sem fazer com que elas precisem andar mais pelo shopping, como acontece no Iguatemi Salvador. Vale ressaltar que em 2007 foi inaugurado o Salvador Shopping do Grupo JCPM, com 82,5 mil metros quadrados de área bruta locável (ABL) e, em 2012, o Bela Vista da JHSF com 50 mil metros quadrados de ABL, ambos na zona primária do Iguatemi, e mal podemos notar impacto nos seus números. Atualmente não vemos grandes chances de novos empreendimentos na região que já está bastante saturada. No 3º trimestre de 2013 o Iguatemi Salvador representou 21,4% da receita de locação da Aliansce.

A situação do Boulevard Belém é ainda mais promissora: a qualidade do empreendimento e do *mix* de lojas é surpreendente. O shopping é absolutamente dominante na região central e mais rica da cidade e também não tem ameaças na zona primária. Ainda há um trabalho relevante a ser feito para a maior formalização das vendas, mas a região cresce a ritmo acelerado e o shopping completa 5 anos no final de 2014 com expectativa de leasing spread na renovação dos contratos acima de 20%. No 3º trimestre de 2013 o Boulevard Belém representou 12,8% da receita de locação da Aliansce.

O segundo empreendimento da companhia em Belém é o Parque Shopping, inaugurado em abril de 2012, que passou pelo seu segundo Natal em 2013 com SSS beirando os 30%. A evolução de vendas por metro quadrado está em pleno *ramp up*, mas ainda apresenta um nível próximo à metade do Boulevard. Localizado na fronteira da cidade de Belém, onde se encontra o maior crescimento populacional e, conseqüentemente, de comércio e serviços, esse shopping é mais posicionado para as classes B/C, enquanto o Boulevard o é para as classes A/B. Por ser uma região ainda com ampla oferta de espaço, ele sofre mais ameaça de novos competidores. A 2 km ao sul há um projeto do JCC (Jereissati Centros Comerciais) sendo construído e a 4 km ao norte um projeto da Sá Cavalcanti na cidade de Ananindeua, vizinha a Belém. O primeiro seria na zona primária do Parque Shopping, mas com um posicionamento diferente (Classes A/B). Ambos estão programados para 2015, mas pelo que acompanhamos o projeto da JCC deve ficar para 2016 e o da Sá Cavalcanti ainda não começou nem a terraplanagem do terreno. O próprio Parque Shopping tem potencial para expansão, passando de 30 para 50 mil a ABL. O Parque Shopping foi 2,7% da receita da Aliansce.

O último empreendimento que queremos comentar é o Bangu. A força desse shopping está no fato de que entre 70/80% de suas vendas vêm de moradores do próprio bairro que somam mais de 250 mil pessoas, onde o comércio de rua ainda é muito forte e não parece haver espaço para um competidor similar. Dois pontos adicionais nos deixam otimistas com a rentabilidade do Bangu: o *mix* é bastante ancorado e essas lojas ainda não passaram pela primeira renovatória de aluguel, sendo o seu custo de ocupação um dos menores da Aliansce. Bangu representou 11,1% da receita de locação no 3º trimestre de 2013.

É claro que não são todos os empreendimentos que estão tão confortáveis como os citados acima. Já comentamos a complicada situação do Vila Velha e ainda há exemplos como o Via Parque. Acreditamos, no entanto, que o portfólio da companhia terá uma boa performance e se valorizará com o tempo. Nossas premissas para o investimento não contemplam ganhos reais nos aluguéis nem novos projetos, acreditamos que nosso cenário base tem razoável margem de segurança.

Para finalizar, vale ressaltar que em 2013 o controlador Renato Rique comprou 12,4% da Aliansce da GGP (*General Growth Properties*) por 454 milhões de reais. Essa aquisição foi feita com dívida financiada pelo vendedor ao preço de 23 reais por ação, mais de 35% acima da cotação atual de mercado. Desse montante total foi repassado 34,5 milhões de reais para cada um dos dois principais executivos, o CEO e o COO, e montante menor a outros diretores. Também citamos na carta de 2012 que alinhamento de interesses de longo prazo para nós é particularmente importante nesse setor, pelos longos ciclos de desenvolvimento e sem dúvida, tivemos uma importante melhora desse alinhamento em 2013.

## Hering

Após alguns anos de excelente performance operacional em relação ao setor de consumo e a seus concorrentes diretos no setor de vestuário, em consequência de um plano de crescimento bem sucedido realizado após a oferta pública de 2007, vimos os anos de 2012 e 2013 serem marcados por dificuldades operacionais e má performance em vendas gerando uma série de questionamentos ao modelo de negócio da empresa.

Podemos dividir a história recente da companhia em 2 períodos: Entre 2007-11 e após 2012.

O período de 2007 a 2011 foi marcado por um forte crescimento do indicador SSS, forte expansão na rede de lojas, ganhos de *market share* no canal multimarca e expansão relevante das margens operacionais. Essa performance explicou a forte valorização das ações da empresa, tendo inclusive sido a maior contribuição de nosso fundo em 2010.

O período a partir de 2012 até o presente momento vem sendo marcado por menores taxas de crescimento e margens operacionais pressionadas.



No 2º trimestre de 2012, vimos pela primeira vez desde 2007 a performance de SSS ser negativa e queda nas margens operacionais. Os trimestres subsequentes mantiveram a tendência de vendas mais fracas e pressão nas margens operacionais.

No 3º e 4º trimestre de 2012 a companhia enfrentou problemas logísticos gerando atraso nas entregas, perda de vendas e cancelamento de pedidos dos franqueados e clientes do canal multimarca.

Essa sucessão de resultados negativos apresentados ao longo de 2012 nos proporcionou o que avaliamos na época ser uma boa oportunidade e nos fizeram voltar a investir na empresa. Nos parecia razoável que uma empresa que crescera tão rapidamente enfrentasse problemas pontuais logísticos depois de todo crescimento acelerado. Além disso, pela natureza cíclica e modal do setor de vestuário, é natural alguma oscilação nos resultados trimestrais com os erros e acertos entre as coleções.

Havíamos conversado com concorrentes, franqueados e consultores a fim de entender a visão deles sobre os problemas ocorridos e concluímos que a solução parecia “simples”. Acreditávamos que 2013 seria um ano muito melhor, marcado por uma recuperação das margens e do SSS.

Infelizmente, o cenário que projetávamos não se concretizou. Apesar das bases fracas de comparação a empresa apresentou vendas aquém das expectativas e abaixo de seus principais concorrentes listados em bolsa. Consequentemente, a esperada melhoria das margens também não aconteceu.

Ao longo de 2013 ficou claro que os problemas enfrentados em 2012 não eram apenas pontuais e demandarão tempo e esforços para serem resolvidos. As incertezas relacionadas a riscos que identificávamos anteriormente tais como nível recorrente de margem operacional da empresa, potencial de crescimento e nível de rentabilidade dos franqueados aumentaram consideravelmente.

Importante mencionar que no início do segundo semestre, a empresa anunciou a troca de executivos e uma nova estrutura organizacional que permitirá maior alinhamento e foco no gerenciamento das diversas marcas e canais. Essa nova estrutura vai levar um tempo para gerar resultados e a velocidade que veremos possíveis melhorias é muito incerta, ainda mais se considerarmos o difícil cenário macroeconômico que estamos enfrentando.

Continuamos acreditando na natureza cíclica do setor de vestuário, na melhor capacidade de execução da Cia Hering em relação a maior parte de seus competidores (em especial os não listados) e nas oportunidades de ganhos de *market share* regionalmente. Acreditamos que a força das marcas e amplo canal de distribuição são ativos que ainda têm potencial a ser explorado. A ação já reflete grande parte dos riscos, precificando cenário de baixo crescimento de lucro futuro.

## Conclusão

Gostaríamos de reafirmar nosso total comprometimento na busca de bons investimentos. Acreditamos que o cenário de grande risco percebido pelos investidores dos últimos meses pode criar um ambiente de ótimas oportunidades de longo prazo.

Nesse contexto, dedicamos grande esforço para estarmos preparados para seguir buscando essas oportunidades.

Agradecemos pela confiança e desejamos um excelente 2014 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.											
<b>2009</b>	<b>Studio FIC FIA</b>											<b>-0.06</b>	<b>5.12</b>	<b>5.06</b>	<b>-</b>										
	Ibovespa											-1.29	2.30	0.99	-										
<b>2010</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.20</b>	<b>4.59</b>	<b>-1.27</b>	<b>-3.86</b>	<b>1.77</b>	<b>11.58</b>	<b>-0.83</b>	<b>6.84</b>	<b>5.20</b>	<b>0.74</b>	<b>2.43</b>	<b>29.07</b>	<b>35.61</b>											
	Ibovespa											-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
<b>2011</b>	<b>-2.19</b>	<b>-1.12</b>	<b>3.52</b>	<b>0.01</b>	<b>1.27</b>	<b>-2.30</b>	<b>-3.82</b>	<b>-2.97</b>	<b>-2.28</b>	<b>6.00</b>	<b>-2.02</b>	<b>4.67</b>	<b>-1.79</b>	<b>33.17</b>											
	Ibovespa											-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49	-2.51	-0.21	-18.11	-16.44
<b>2012</b>	<b>5.42</b>	<b>6.14</b>	<b>0.43</b>	<b>-0.44</b>	<b>-4.22</b>	<b>0.55</b>	<b>1.05</b>	<b>2.94</b>	<b>2.61</b>	<b>-0.93</b>	<b>1.42</b>	<b>2.98</b>	<b>18.99</b>	<b>58.46</b>											
	Ibovespa											11.13	4.34	-1.98	-4.17	-11.86	-0.25	3.21	1.72	3.70	-3.56	0.71	6.05	7.40	-10.26
<b>2013</b>	<b>0.69</b>	<b>1.59</b>	<b>-0.49</b>	<b>1.47</b>	<b>-1.14</b>	<b>-5.70</b>	<b>2.51</b>	<b>2.24</b>	<b>3.34</b>	<b>4.54</b>	<b>0.20</b>	<b>-1.85</b>	<b>7.24</b>	<b>69.94</b>											
	Ibovespa											-1.95	-3.91	-1.87	-0.78	-4.30	-11.31	1.64	3.68	4.65	3.66	-3.27	-1.86	-15.50	-24.16

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 276.1 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 175.6

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 676

\*\*\* Atualizado até 31/12/2013

## 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 livres
Informações Bancárias:	Fundo fechado para aplicações

Dispersão Setorial		Market Cap.	
Setor	Expo.		%
Financeiro	27%	< R\$2 bi	14%
Consumo	14%	> R\$2 bi e < R\$10 bi	32%
Construção	13%	> R\$10 bi	37%
Energia Elétrica	9%		<b>83%</b>
Mineração	6%		
Educação	5%		
Siderurgia	4%	< R\$5 mm	9%
Petróleo	3%	> R\$5 mm e < R\$20 mm	25%
Industrial	3%	> R\$20 mm	49%
	<b>83%</b>		<b>83%</b>

\*Dados atualizados em 31-dez-2013

### 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. 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.

