

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2013

Prezados cotistas,

Nossa performance

	Últimos 6 meses		Últimos 12 meses		Últimos 3 anos		Desde o início	
	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média	Retorno Anualizado	Exposição líquida média	Retorno Anualizado	Exposição líquida média
Long-Biased ¹	-2,4%	58,6%	2,2%	56,9%	12,8%	41,2%	17,6%	47,6%
Long-Only	-5,1%	86,0%	2,4%	86,6%	12,8%	86,0%	20,0%	87,5%
Ibovespa	-22,1%	n.a.	-12,7%	n.a.	-8,0%	n.a.	-4,5%	n.a.
IBrX	-11,0%	n.a.	-1,3%	n.a.	0,9%	n.a.	-0,3%	n.a.
Benchmark estratégia Long-Biased ²	5,6%	n.a.	12,4%	n.a.	12,3%	n.a.	12,0%	n.a.

Data: 28 de junho de 2013

Em um semestre no qual os juros brasileiros reverteram sua trajetória de queda e iniciaram um ciclo de alta, o Real desvalorizou-se 8,7% e os dois principais índices de bolsa do Brasil sofreram perdas significativas, permitimo-nos afirmar que nossos fundos saíram-se razoavelmente bem, em especial o Long-Only. "Outperformar" perdendo dinheiro não costuma ser motivo para grandes celebrações. Entretanto, a despeito do impacto da performance absoluta no bolso de todos nós cotistas, o sentimento é de resultado dentro do esperado por ter sido um período de significativa correção no mercado acionário.

O sentimento negativo com a bolsa brasileira poupou poucas companhias, o que pode se verificar pelo fato de que 75% das ações do Ibovespa caíram no primeiro semestre. No entanto, é possível notar uma importante diferença de performance entre dois grupos de empresas listadas, em um movimento também observado ao longo do ano passado. Trataremos deste tema a seguir em nossa carta.

Nossa avaliação mais positiva para o desempenho do Long-Only em relação ao Long-Biased, explica-se pela falta de efetividade dos seguros deste, bem como pela dificuldade de gerar retorno "shorteando" ações, em um ambiente adverso para as ações brasileiras. No que tange aos seguros, além daqueles ligados diretamente às ações *long* do portfólio do Long-Biased construídos normalmente através de alguma estrutura de opções, é comum trabalharmos com algum *hedge* mais *top down* também. Principalmente desde a crise de 2008, procuramos carregar, desde que a custo adequado, algum tipo de proteção para eventos que pudessem causar ruptura nos mercados ao redor do mundo. Como neste tipo de situação a correlação entre as bolsas de valores aumenta bastante, estratégias de seguro ligadas a índices de mercados desenvolvidos têm sido as mais utilizadas por nós, basicamente por sua maior liquidez e menor custo. É evidente que o resultado do Long-Biased teria sido melhor caso seus seguros tivessem sido feitos no Ibovespa, por outro, os *hedges* macro têm como principal função a proteção contra o que chamamos de eventos de descontinuidade, onde nossas ações deveriam sofrer bastante também. Algo que não aconteceu quando se olha para o desempenho dos nossos dois fundos. Portanto este foi um semestre onde as estratégias de seguro *top down* contribuíram negativamente para o desempenho do Long-Biased, em um período em que a performance de nosso portfólio *long* (medido pelo portfólio do Long-Only) foi negativa em "apenas" 3,6%.

Em relação ao portfólio *short* do Long-Biased, a dificuldade mencionada acima ocorreu fundamentalmente porque as ações que mais caíram no primeiro semestre do ano ou não eram claramente um bom investimento *short* ex ante, como por exemplo na maioria dos casos das ações dos setores de

¹ Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos no site www.squadrainvest.com.br
Squadra Long-Biased FIC FIA ("Long-Biased")
Squadra Long-Only FIC FIA ("Long-Only")

² IPC-A+x% a.a., cobrada anualmente, sendo o fator x definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator x era fixo em 6% ao ano.

commodities, ou não foi possível “shorteá-las” em função de sua liquidez ou custo de aluguel. Ao longo do semestre que passou, decidimos aumentar nossos esforços para encontrar e executar bons investimentos *shorts* de modo estrutural. Acreditamos que o portfólio *short* do Long-Biased pode contribuir sobremaneira para que o fundo obtenha retornos diferenciados a longo prazo, se obtivermos sucesso em nossa tentativa.

Benjamin Graham e o mercado de ações brasileiro

Benjamin Graham (8 de maio de 1894 – 21 de setembro de 1976) foi um investidor e professor de economia que é comumente reconhecido como o pai da análise de investimentos e do *value investing*. Warren Buffett, que foi seu aluno, o considera a pessoa mais influente em sua vida depois de seu pai. Buffett afirmou uma vez que “O Investidor Inteligente” (de autoria de Graham) é “de longe o melhor livro já escrito sobre investimentos”, mesmo tendo sido publicado pela primeira vez em 1949.

É incrível como os conceitos desenvolvidos por Graham permanecem tão atuais e de enorme utilidade para quem se propõe a investir nos dias de hoje. Entre os mais conhecidos estão a figura do “Mr Market”, o qual deve ser tratado como um amigo que todo dia lhe oferece a oportunidade de comprar ou vender suas ações a preços muitas vezes ridículos e o conceito de se investir sempre com margem de segurança. Enquanto professor, Benjamin Graham dissertou sobre diversos temas relevantes para o investimento em ações e mostrou-se um grande conhecedor também da natureza humana. Habilidade por sinal fundamental para quem deseja ter sucesso como investidor. Graham costumava dizer, por exemplo, que o pior inimigo do investidor é ele mesmo.

Ao refletir sobre o atual momento do mercado de ações brasileiro, diversas citações de Benjamin Graham nos ocorreram. Tamanha foi a frequência dessas memórias que resolvemos recorrer a pensamentos do pai do *value investing* para melhor ilustrar nossas opiniões sobre os fatos recém acontecidos e o atual ambiente de investimentos em nosso país. São pensamentos antigos mas não por isso desatualizados. Afinal, concordamos com Graham quando afirmou que um dos seus clichês favoritos “the more things change, the more they remain the same” aplica-se perfeitamente à prática do investimento em ações.

Desde o ano passado é possível distinguir a performance de dois diferentes grupos de companhias listadas no Brasil. Em um desses grupos encontram-se as empresas de 3 grandes setores: “old-fashioned” *commodities* (mineração, siderurgia e petróleo), *utilities* do setor elétrico e *real estate*. Fazem parte do Ibovespa 29 ações³ de 25 empresas desses 3 setores, as quais, em sua grande maioria, parecem ser consideradas não “investíveis” pelos agentes de mercado atualmente, por variados motivos na maioria das vezes acertados. Como possuem uma representatividade grande no índice, com um peso de aproximadamente 53% ao longo do ano passado, o mesmo acaba sentindo muito os efeitos do desempenho ruim dessas ações. No ano passado, a alta de 7,4% do Ibovespa foi “prejudicada” em 4% por essas empresas. Isto é, as demais companhias que compõem o índice contribuíram com 11,4%.

Ao longo do primeiro semestre de 2013, o panorama para essas 25 companhias foi ainda pior, em termos absolutos. Elas foram responsáveis por 86% da queda do Ibovespa no período, ou 19% dos 22,1% que caiu o índice. Ou seja, se o Ibovespa fosse composto apenas por essas 29 ações, o mesmo teria perdido mais de um terço de seu valor na primeira metade de 2013. Consequentemente, as ações das empresas que formam os 47% restantes do índice caíram 7% no primeiro semestre deste ano.

Nos últimos 18 meses, as empresas de *commodities* do grupo acima vêm sofrendo com temas que vão desde a falta de boas perspectivas para o preço dos produtos que vendem, passando por má gestão até a decepção quanto à sua capacidade de produção como no caso da OGX. Esta última, por sinal, perdeu 94% de seu valor no último ano e meio, derrubando o índice Bovespa em 5,7% apenas no primeiro semestre de 2013, mais de um quarto de sua perda no período. Já as ações de empresas do setor

³ Brookfield, Bradespar, CESP, CEMIG, CPFL, Copel, CSN, Cyrela, Eletrobras ON, Eletrobras PNB, Eletropaulo, Energias do Brasil, Gafisa, Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Light, MMX, MRV, OGX, PDG, Petrobras ON, Petrobras PN, Rossi, Transmissão Paulista, Usiminas ON, Usiminas PNA, Vanguarda, Vale ON, Vale PNA

elétrico sentiram bastante os efeitos do novo modelo de renovação das concessões de usinas geradoras de energia.

Por fim, o setor de *real estate* ainda sofre os resultados do crescimento desordenado pelo qual o segmento passou, após a onda de IPOs que levou para bolsa de valores 23 empresas do setor, entre 2005 e 2009. Ao todo, as companhias do setor levantaram R\$19 bilhões para seus caixas, somente em ofertas públicas primárias, sem considerar as ofertas privadas. Foi dinheiro demais comparado ao tamanho das operações das empresas pré-2005, levantado e colocado para trabalhar em muito pouco tempo. Ben Graham já alertara para as consequências de um processo como este: “The public would do well to remember that whenever it becomes easy to raise capital for a particular industry, both the chances of unfair deals are magnified and the danger of overdevelopment of the industry itself becomes very real”.

Há porém um outro grupo de companhias presentes na bolsa brasileira que tem recebido um tratamento por parte dos investidores bem diferente do grupo citado primeiramente nesta carta. Trata-se de empresas cujos negócios estão muito mais relacionados ao que acontece no mercado interno, na maioria das vezes a atividades que tendem a se aproveitar do crescimento da renda da população de nosso país. Outras características comumente encontradas nesse segundo grupo de empresas são a qualidade do negócio e da gestão, uma melhor visibilidade dos resultados no curto prazo, bem como a crença na possibilidade de crescimento de lucros acima da taxa de expansão do PIB do Brasil por vários anos.

Listamos 39 companhias⁴ que reúnem boa parte das características citadas no parágrafo anterior e cujas ações possuem suficiente liquidez para a maioria dos participantes do mercado brasileiro. Um índice que fosse composto pelas ações mais líquidas (no caso de haver mais de uma classe de ação listada para uma mesma companhia) dessas 39 empresas, com pesos idênticos para cada uma, isto é 2,6% para cada ação, teria subido 59% em 2012, versus uma alta de apenas 7,4% do Ibovespa. No primeiro semestre de 2013 a *outperformance* se manteve expressiva: 8% de queda desse grupo contra os 22,1% do principal índice da bolsa brasileira. O valor de mercado das 39 companhias somado era de R\$ 613 bilhões no dia 28 de junho de 2013, ou 27% da capitalização de todas as 364 que possuem ações negociadas na Bovespa na mesma data.

Como explicar tamanha *outperformance* das 39 empresas do segundo grupo (+46%) sobre as 29 do primeiro (-40%), nos últimos 18 meses? De acordo com o que mencionamos anteriormente, não nos parece tão difícil compreender a perda de valor ocorrida nas ações do primeiro grupo. Logo, estariam as companhias do segundo grupo muito baratas em termos absolutos? Afinal, uma alta de 46% contra o desempenho negativo do primeiro grupo não representa uma rentabilidade superior apenas no relativo. Concentraremos portanto nossa análise em entender o porquê de tão destacado desempenho das ações de um grupo de companhias, as quais passaremos a chamar de “as favoritas” daqui por diante nesta carta.

Apesar de haver inúmeros motivos pelos quais o valor de mercado de uma companhia pode variar, quando se fala de períodos não tão curtos, dois são aqueles que deveriam exercer a maior influência: 1) a taxa de juros; 2) crescimento de lucros.

Começando pelo item 1, quanto maior a taxa de juros “livre de risco”, menor o valor presente de um ativo e vice-versa. Em agosto de 2011, o Banco Central Brasileiro (BCB) reverteu um processo de aperto monetário e iniciou um forte e rápido movimento de redução de juros, o qual levou os mesmos a seu mais baixo nível desde a implantação do Plano Real em 1994, ao atingir 7,25% a.a.. Consequentemente, a taxa de juros real implícita nos papéis de longo prazo emitidos pelo governo também passou a negociar nas mínimas históricas. Talvez não por coincidência o rally das “favoritas” iniciou-se por volta de 31/08/11 quando o BCB efetuou o primeiro grande corte de juros daquele movimento. Nos primeiros oito meses de 2011, o índice composto pelas “favoritas” havia caído 3%, enquanto que nos últimos quatro meses seu desempenho foi de +4%, iniciando a alta que viria no 12 meses seguintes. O ano de 2012 parece ter começado em 31/08/11 para esse grupo de ações...

⁴ Abril Educação, Anhanguera Educacional, Alpargatas, Aliansce, Marisa Lojas, AMBEV, Arteris, Arezzo, Brasil Pharma, BRF, BRMalls, CCR, Souza Cruz, Cosan, DASA, Estácio, Fleury, Guararapes, Cia Hering, Hypermarcas, Iguatemi, IMC, Kroton Educacional, Lojas Americanas, Restoque, Lojas Renner, M Dias Branco, Mills, Multiplus, Multiplan, Natura, Odontoprev, CBD, Qualicorp, Raia Drogasil, Localiza, Technos, Totvs, Ultrapar

De fato, o atual ambiente de juros extremamente baixos (negativo em termos reais em muitos casos) por que passa o mundo desde a crise de 2008/09, somado àquele nível de juros brasileiros, justificavam alguma expansão de múltiplos de lucro das companhias desse segundo grupo ao longo de 2012. A grande questão para nós sempre foi o tamanho desse movimento de expansão de múltiplos.

Não é preciso ser um especialista no assunto para perceber que os juros brasileiros puderam atingir nível tão baixo ao longo de 2012, sem gerar grandes pressões inflacionárias, em função de uma combinação de fatores tais como os juros reais ao redor de zero na Europa e nos EUA e um crescimento da economia brasileira aquém do esperado pelo governo e mercado. O Brasil não parece ter resolvido todas as suas questões estruturais necessárias para que obtenha um crescimento em torno de 4% a.a. de seu PIB, mantendo uma taxa de juros real tão baixa, ou pelo menos ainda menor do que a atual, por muitos anos sem pressionar a inflação. Com os juros reais de longo prazo abaixo de 4% a.a. no final de 2012, ficávamos com a impressão de que olhando para frente, os juros tinham mais a atrapalhar do que a ajudar a valorização de ativos como ações brasileiras.

Com a inflação superando o teto da meta estabelecida pelo BCB, um novo ciclo de alta de juros foi iniciado em 2013, impactando também as taxas de juros de mais longo prazo. Se por um lado é difícil determinar em que parte deste movimento nos encontramos, sabemos que os juros brasileiros ainda estão abaixo de seu nível de agosto de 2011. Portanto, ao tomarmos nossas decisões de investimento a longo prazo, preferimos não fazê-las tendo como uma das principais premissas mudanças significativas na taxa de juros brasileira.

Passemos então para análise do crescimento de lucro estimado para as companhias desse grupo e o que estava e está implícito no preço de suas ações, de forma geral. O índice formado pelas ações daquelas companhias que chamamos de “favoritas” do mercado iniciou o ano de 2012 negociando a um múltiplo nada animador de 20x o lucro do ano anterior (2011). Combinando-se a performance de 59% desse índice ao longo do ano passado, com o crescimento de 15% de seu lucro, o indicador de preço sobre lucro (P/L) do ano anterior expandiu fortemente para 28x ao final de 2012. Um P/L nesse nível só se justifica se o crescimento de lucros futuros for bastante alto durante um bom tempo.

Qual seria então o P/L de 12 meses a frente, isto é o P/L de 2013, após essa alta de preço das ações das “favoritas” durante o ano passado? De acordo com a Bloomberg, o consenso dos analistas de *sell-side* que cobrem as 39 companhias que compõem nosso índice apontava para um crescimento de lucros do mesmo de 38% para 2013, ao final do ano passado. Com isso o P/L 2013 do índice das “favoritas” estava em 20,3x, no final de 2012. Por se tratar de um múltiplo bem alto, era importante olhar para o que os analistas do *sell-side* estimavam para o lucro de 2014 dessas 39 companhias. Encontramos um crescimento nada humilde de 25%, sobre os já *outstanding* 38% de 2013. Ou seja, os analistas estavam esperando (ao final de 2012) uma expansão de lucro de quase 73% em dois anos, ou 31% a.a., para o nosso índice composto por 39 empresas! Ainda assim, considerando o valor de mercado dessas empresas em 31/12/12, o P/L do índice para 2014 (2 anos a frente) seria de 16,2x naquela data. Um *valuation* nada empolgante, baseado em um crescimento de lucros bem acima de sua média histórica por dois anos.

Havia margem de segurança nessas estimativas dos analistas de *sell-side*? Dados estatísticos de um mercado acionário mais desenvolvido e acompanhado por mais tempo do que o brasileiro como o americano demonstram uma tendência de revisão para baixo por parte dos analistas em suas estimativas de lucro das empresas que cobrem, para um determinado ano, ao longo deste mesmo ano. Além disso, o crescimento de lucro das “favoritas” de 11% em 2012 sobre 2011 não criou uma base de comparação tão fácil assim para os dois anos que se seguem. Tamanho otimismo embutido nas projeções dos analistas nos pareceu ser mais uma vez obra da natureza humana, sendo ela como é, fazendo com que os *experts* conseguissem justificar assim a performance de 59% dessas ações ao longo do ano passado, bem como o rico *valuation* no qual negociavam. Como muito bem afirmou Benjamin Graham, “value standards don’t determine prices; prices determine value standards”.

Seis meses depois, revisões para baixo nas projeções de lucro das “favoritas”, ainda que tímidas, começaram a acontecer. Os lucros de 2013 e 2014 do índice composto pelas 39 empresas foram revisados em aproximadamente 9% e 10%, respectivamente, mais ou menos em linha com a queda de 8% do índice no primeiro semestre de 2013. Ou seja, os múltiplos de lucro de 2013 (22,4x) e 2014 (17,6x) das “favoritas” permanecem praticamente os mesmos do final de 2012. Ainda assim, o consenso dos analistas

de *sell-side* continua esperando altas taxas de crescimento de lucros para os próximos dois anos, a uma taxa composta de 25% a.a..

Caso a expansão de lucro dessas 39 companhias seja de 15% a.a. (valor incapaz de deixar a maioria dos CEOs das mesmas envergonhada) em 2013 e 2014, o lucro de 2014 será 23% menor que a estimativa anterior do *sell side*. Logo, a fim de manter o mesmo múltiplo de 16,2x o lucro do grupo para 2014, suas ações deveriam cair mais 23%. Em um cenário de expansão de lucro mais próximo ao do desempenho esperado para o PIB do país, digamos de 10% a.a. (sendo bem otimista) por dois anos, o *downside* potencial iria para 30%. Sem falar naturalmente na possibilidade concreta da frustração com o desempenho das companhias levar a um *derating*, que poderia culminar em uma queda ainda maior no valor dos papéis das “favoritas”. “The more dependent the valuation becomes on anticipations of the future – and the less it is tied to a figure demonstrated by past performance – the more vulnerable it becomes to possible miscalculation and serious error”, Benjamin Graham.

Se o lucro dessas 39 grandes empresas brasileiras crescer mesmo 25% a.a. por dois anos, uma base de comparação bem difícil para o crescimento de lucros a partir de então terá sido criada. Além disso, a falta de oportunidade para reinvestir seus lucros, a existência de um ambiente empresarial competitivo e, conseqüentemente, uma certa redução nos retornos marginais desses investimentos deveriam tornar cada vez mais difícil considerar expansões do lucro desse grupo bem acima do PIB do Brasil. Não nos parece matematicamente razoável acreditar que o crescimento de um fator pode para sempre superar o do agregado. Não à toa, como disse certa vez Benjamin Graham, “extremely few companies have been able to show a high rate of uninterrupted growth for long periods of times”.

Os juros baixos no Brasil e no mundo usualmente encorajam os investidores a vender seus títulos considerados livres de risco e de baixo retorno e trocá-los por ativos encarados como de mais alto risco como ações. No Brasil, dada a existência de uma série de empresas hoje consideradas não “investíveis”, os investidores passam a pagar muito pelo que consideram ativos de maior qualidade. Por serem poucos, cria-se a combinação de “muito dinheiro perseguindo poucos nomes” e conseqüentemente observa-se uma forte expansão de múltiplo de lucro dessas empresas. Implícita nessa expansão de múltiplos está uma maior tolerância com retornos futuros menores do que os vistos no passado. Passa-se a viver em um ambiente de investimento muito arriscado, onde qualquer mudança na expectativa de taxa de juros livre de risco e/ou na percepção de qualidade de um ativo tende a causar uma perda de principal permanente significativa.

De forma geral, olhando para o índice de 39 empresas as quais chamamos de “favoritas”, é difícil imaginar que o mesmo apresente retornos superiores nos próximos 5 a 10 anos. Há, é claro, algumas exceções de ações que sofreram acima da média e começam a apresentar *valuations* atraentes, as quais aproveitamos para inserir ou aumentar sua participação em nossos portfólios durante o primeiro semestre de 2013. Caso estejamos enganados, é bem provável que se verifique uma versão brasileira das *nifty fifties* americanas do final dos anos 60 e início dos anos 70. Este termo foi usado para definir as 50 ações de companhias mais populares da época, que eram consideradas as mais estáveis e possuindo bastante crescimento e qualidade. A maioria dessas companhias negociava a múltiplos de lucros altíssimos, algumas vezes atingindo 50x. O longo *bear market* do mercado acionário americano que durou do início dos anos 70 até o começo dos 80 fez que com que a maioria dessas empresas tivesse uma considerável *underperformance* em relação aos principais índices de bolsa daquele país. Dada a filosofia de investimento da Squadra, provavelmente não teremos os fundos de melhor performance caso a versão brasileira das *nifty fifties* ocorra.

Julgamos delicado o atual momento do mercado de ações no Brasil e no mundo desenvolvido. Os múltiplos de lucro altos aos quais negociam essa classe de ativo só se justificam caso os lucros se expandam consideravelmente ou os juros reais permaneçam muito baixos, por bastante tempo. O problema é que os juros só estão tão baixos assim especialmente na Europa e nos EUA porque seus bancos centrais precisam estimular justamente o crescimento de suas economias. Se em algum momento

os juros por lá precisarem subir, as pressões sobre os múltiplos de lucro das companhias não serão favoráveis aos preços de suas ações. Se o aumento de juros vier apenas por causa da inflação sem o crescimento esperado pelos BCs, pior ainda. O Brasil deverá sofrer também se isso acontecer, pois juros mais altos no resto do mundo tenderão a pressionar nossa moeda e consequentemente nossa própria taxa de juros, a fim de manter a inflação em nível razoável. *Stock picking* é sempre importante para que se atinja uma performance superior. Quando os múltiplos de lucros encontram-se em patamares acima de sua média histórica, selecionar bem os ativos é ainda mais relevante.

Miscelânea

No final de 2012, a Squadra realizou um investimento na varejista, não listada em bolsa, Imaginarium. O investimento foi feito através de um veículo montado exclusivamente para ele. Não é de hoje que acreditamos haver similaridade e sinergia entre a atividade de investimento em ações com foco no longo prazo e o investimento em empresas fechadas. Avaliar as perspectivas para um negócio no longo prazo e a capacidade da gestão de uma empresa são duas das questões mais importantes na análise de um investimento seja ele em uma companhia listada ou não. Ao investir na Imaginarium, por exemplo, aumentamos consideravelmente nosso conhecimento no segmento de varejo, em especial o de franquias, bem como expandimos nosso *network* nesse setor. Sem falar nos benefícios que uma maior intimidade com a realidade de uma empresa traz para um investidor de longo de prazo.

Por último, neste primeiro semestre de 2013 reforçamos nosso time com a contratação de uma pessoa para nosso *back office* e uma outra para nosso *compliance*. Somos hoje 11 pessoas na área de investimento em ações, 2 na de investimento em empresas de capital fechado e 5 na área administrativa. Não hesite em contatar um de nós caso tenha alguma dúvida em relação aos temas tratados nesta carta, bem como qualquer outro de seu interesse.

Obrigado por sua atenção e confiança,

Equipe Squadra