

Novembro de 2012

Resultado

Ao longo do terceiro trimestre de 2012, o Opportunity Equity Hedge obteve um resultado negativo de 0,14% contra uma alta de 1,91% do CDI. No ano, até setembro, o fundo acumula alta de 8,12% contra 6,60% do CDI e 4,27% do Ibovespa. Desde o início, o fundo obteve um retorno de 13,61% contra 11,1% do *benchmark*.

No período, o impacto negativo da estratégia *long & short* foi apenas em parte compensado pelo resultado positivo da estratégia direcional.

3º Trimestre 2012

Long & Short Setores	Impactos
Bancos & Seguros	0,21%
Cartões	-1,78%
Construção Civil	0,31%
Consumo & Varejo	0,07%
Consumo & Varejo <i>Short</i>	0,37%
Mineração	-3,91%
Saúde	0,11%
Serviços Financeiros	-0,10%
Shoppings	0,91%
Siderurgia	0,45%
Transportes	0,46%
Telecom Fixa	-1,05%
<hr/>	
Total Long & Short	-3,94%
Direcional	3,68%
Caixa e Despesas	0,12%
Total FIC	-0,14%

Em 2012*

Long & Short Setores	Impactos
Bancos & Seguros	-0,51%
Cartões	-0,55%
Construção Civil	-0,07%
Consumo & Varejo	2,40%
Consumo & Varejo <i>Short</i>	-0,85%
Energia Elétrica <i>Short</i>	0,37%
Entretenimento	-0,01%
Mineração	-1,92%
Petróleo	-0,40%
Saúde	1,07%
Serviços Financeiros	-0,50%
Shoppings	2,01%
Siderurgia	1,90%
Transportes	1,01%
Telecom Fixa	-1,05%
<hr/>	
Total Long & Short	2,91%
Direcional	2,74%
Caixa e Despesas	2,47%
Total FIC	8,12%

*Até o fechamento de 28/09/2012

Estratégia Direcional

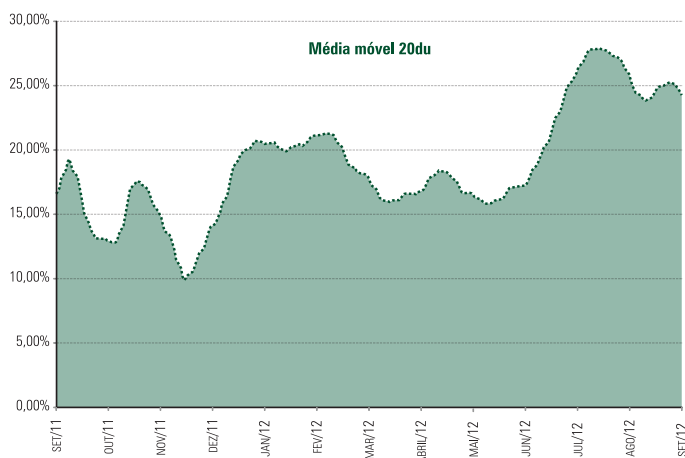
Os principais bancos centrais do mundo, o americano (*Fed*) e europeu (BCE), continuaram a influenciar bastante o preço dos ativos, seja através de medidas ou sinalizações. Infelizmente, após quatro anos da quebra do Lehman Brothers, continuamos vivendo um período de grande incerteza sobre a economia mundial. Estes agentes, com destaque para o *Fed*, utilizam-se de medidas não convencionais de política monetária para estimular a economia, a fim de influenciar a riqueza dos indivíduos e reduzir ainda mais o incentivo de poupar.

Na Europa, o BCE ainda luta para por um fim no problema de endividamento dos países periféricos e reduzir o risco de conversão do euro, restaurando, assim, o perfeito funcionamento dos mercados. A importância destas instituições se torna ainda maior em um cenário também incerto do ponto de vista fiscal, seja por excessiva austeridade ou por simples indecisão dos políticos das principais economias mundiais (EUA, Europa e também China).

Neste trimestre, novas e importantes medidas foram anunciadas. O *Fed* anunciou mais uma rodada de afrouxamento quantitativo e garantiu que as condições monetárias continuarão acomodáticas até mesmo após o fortalecimento da recuperação econômica. Já o BCE anunciou que poderá funcionar como um emprestador de última instância para países que estejam sob algum programa de resgate da União Europeia, ao comprar títulos de dívida destes países no mercado secundário sem limites antecipados.

Ambas as medidas podem ajudar a explicar o bom desempenho da bolsa durante este período. O Ibovespa subiu 8,87% e com uma exposição média de 25%, variando entre 17% e 32%, a estratégia direcional teve um impacto positivo de 3,68% para o resultado do Equity Hedge.

Se estivermos interpretando corretamente a disposição destes *policy makers*, o custo de oportunidade de todo o mundo continuará baixo, ou até mesmo negativo, durante um tempo razoável, o que nos leva a acreditar ser vantajoso continuarmos comprados em bolsa, mesmo que em menor grau. No Brasil, nossa cabeça pouco mudou em relação ao final do segundo trimestre. O nível de intervencionismo do governo na economia gera efeitos diretos e indiretos no ambiente de negócio, fazendo um contrapeso a todos os estímulos monetários e fiscais concedidos ao longo deste ano.



Estratégia Long & Short neutra

Uma grande parte do resultado negativo da estratégia *Long & Short* pode ser explicado pelo desempenho das ações da Vale. Incertezas sobre a economia chinesa levaram a um crescimento menor da produção de aço e a um processo de desestocagem de minério de ferro por parte dos produtores siderúrgicos e dos traders chineses. Este choque na curva de demanda levou a uma queda expressiva do preço desta commodity de 140\$/ton., em meados de junho, para 87\$/ton., no fim de agosto. Por sua vez, tudo parece indicar que algumas minas chinesas se tornaram inviáveis a tal preço e descontinuaram suas operações, o que nos deixa confiantes na tese sobre a curva de custo marginal dos produtores de minério de ferro¹.

Salvo uma mudança muito radical no padrão de crescimento chinês e, conseqüentemente, na produção de aço mundial, acreditamos que o preço do minério deve se manter próximo dos níveis atuais (120\$/ton.) por algum tempo. Desta forma, o investimento na Vale nos fornece uma relação risco e retorno interessante para os próximos anos.

No mês de agosto, assumimos uma posição vendida em CESP.

Conforme descrevemos em nossa carta de apresentação, não consideramos posições vendidas (*short*) em ações como hedge. Estas são feitas com a mesma base lógica utilizada para comprar ações, ou seja, quando acreditamos que o valor intrínseco é razoavelmente diferente do valor de mercado de uma empresa. Por dificuldades implícitas a este tipo de posição, algumas delas comportamentais, nos tornamos ainda mais exigentes, o que nos leva a utilizá-las com menor frequência. O carregamento neste tipo de operação pode se mostrar custoso demais na ausência de eventos que levem o mercado a perceber a distorção entre valor e preço. Por isso, consideramos o timing muito importante para o *short*.

A Cia Energética de São Paulo é uma estatal geradora de energia elétrica com 72% da sua energia assegurada vencendo em 2015. Desta forma, a proposta do governo para a renovação das concessões prevista para setembro era fundamental para a previsão dos fluxos futuros recebidos pela empresa. Mesmo com os benefícios de uma possível privatização, as nossas contas indicavam que os termos da proposta do governo teriam que ser muito brandos para justificar o valor de mercado da empresa.

Esta visão foi reforçada em reuniões públicas com integrantes da ANEEL, SEAE e da ABRACE² que indicaram a vontade do governo em reduzir o custo da energia no país. Para tal, a renovação das concessões estaria sujeita à venda de energia por um preço mais baixo já em 2013 e grande parte do investimento feito pelas empresas já teria sido remunerado ao longo da concessão atual.

Com a aproximação do anúncio e uma maior probabilidade deste cenário refletida no preço da CESP, finalizamos a posição no início de setembro.

Ao longo deste trimestre nosso investimento em Gerdau voltou a ser relevante no portfólio.

¹Os principais pontos sobre nosso caso de investimento em Vale foram descritos na carta do 1º Trimestre de 2012.

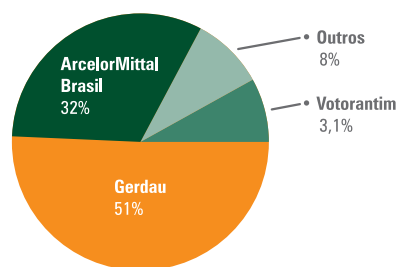
²ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica; SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico; ABRACE – Associação Brasileira de Grandes Consumidores Indústrias de Energia e de Consumidores Livres.

Do ponto de vista operacional, os últimos cinco anos não foram fáceis para a empresa. No Brasil, a cobrança de um prêmio alto em relação à paridade de importação acabou se mostrando insustentável após a crise de 2008 apesar do alto custo logístico para o aço longo³. Nos EUA, o impacto da crise no segmento de construção civil (saiu de 6,1% do PIB em 2005 para 2,5% em 2011) e a baixa taxa de investimentos no setor de infraestrutura tiveram severas consequências para o volume vendido. Simultaneamente houve uma grande entrada de oferta de aço com baixo custo, principalmente da China e Turquia. Esta conjuntura vem mantendo em baixos níveis a utilização da capacidade instalada da indústria em todo mundo e, conseqüentemente, os preços deprimidos para todos. Desta forma, a margem Ebitda consolidada da empresa caiu de 24% no final de 2008 para 12% no primeiro semestre de 2012.

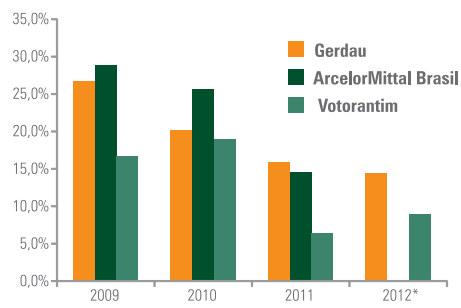
Apesar do cenário desafiador para o setor siderúrgico em todo mundo, observamos algumas interessantes questões estruturais sobre a Gerdau.

A indústria de aços longos possui uma diversificada base de clientes que utiliza variados produtos nos segmentos de construção civil, agricultura e indústria em geral. Para atender aos mais de seus 120 mil clientes existentes no Brasil, a Gerdau opera com mais de 80 filiais e conta com 40 centros de corte e dobra. Consideramos que a opção pela verticalização seja fundamental para o exercício de poder de mercado. O controle do canal de distribuição permite à empresa disciplinar o mercado, discriminar preço a seus compradores, controlar de maneira eficiente o estoque da cadeia ao enxergar as regiões que estão mais aquecidas, por exemplo, entre outras vantagens competitivas. As barreiras de entrada se tornam relevantes pela dificuldade de se montar uma cadeia de distribuição tão capilarizada como a da Gerdau. Abaixo, comparamos as margens alcançadas pela empresa e seus concorrentes.

Participação de Mercado Brasil - Aços Longos



Operação Brasil - Margem Ebitda



*Dados da ArcelorMittal Brasil ainda não divulgados.

Em relação ao canal de importação, as atuais medidas do governo para incentivar a indústria brasileira ajudam a dificultar a competição por parte das *tradings*. Desta maneira, consideramos ser um bom momento para a empresa se alavancar nas vantagens competitivas que possui no mercado brasileiro.

Na outra ponta da cadeia, a Gerdau também mantém um bom poder de barganha. O principal insumo para seus fornos elétricos é a sucata, que possui oferta pouco organizada e bastante pulverizada. Desta maneira, a sua escala e participação de mercado, tanto no Brasil quanto nos EUA, permite a obtenção de preços competitivos na compra de sucata.

³O aço longo possui uma grande variedade de produtos de baixo valor agregado com uma demanda bastante fragmentada, o que torna sua importação mais complicada.

Estes são alguns pontos que nos levam a acreditar que a Gerdau se encontra em posição privilegiada para aproveitar uma melhora de volume demandado. Apesar da dificuldade de previsão, diversos acontecimentos no país nos deixam mais confiantes com o mercado de aço longo. O problema de infraestrutura, que enfrentamos há anos, parece ser um dos principais pontos de preocupação do nosso governo com a proximidade de importantes eventos como as Olimpíadas e a Copa do Mundo. A necessidade de melhores rodovias, ferrovias, aeroportos e portos também tem sido apontada como peça fundamental para a manutenção do produto potencial brasileiro. As licitações que já aconteceram em determinados setores são uma boa indicação da intenção do governo.

Em relação à operação do grupo em outras regiões além do Brasil, a baixa utilização de capacidade fornece uma importante alavancagem operacional para a Gerdau. O crescimento de vendas sem precisar fazer novos investimentos permite uma geração de caixa razoável para seus acionistas.

Negociando a um múltiplo P/L pouco maior que 10x, julgamos que os argumentos citados acima justificam uma aposta maior em Gerdau.

Estas são algumas ideias básicas por trás de nossos investimentos que gostaríamos de compartilhar. Sabemos que apesar de uma análise incansável e diligente, eventualmente iremos estar equivocados em algumas apostas. Em nosso negócio, o desempenho é consequência de uma combinação entre habilidade e acaso. Continuamos focados em nosso processo de tomada de decisão a fim de maximizar a contribuição do primeiro fator. Desta forma, estamos confiantes na capacidade de nossa equipe em identificar novas e boas oportunidades de alocação dos recursos do fundo.

Abaixo segue a carteira completa do fundo no fechamento do mês de setembro.

Agradecemos a confiança em nossa gestão.

Estratégias	Setembro 2012	
	Exposição (%PL)	Exposição Normalizada
Direcional	17,76%	
Índice Futuro	17,76%	
Long-short		
Long	68,13%	100,00%
Serviços Financeiros	12,26%	17,99%
Mineração	11,94%	17,52%
Shoppings	8,97%	13,16%
Bancos e Seguros	7,30%	10,71%
Transportes	6,87%	10,08%
Cartões	5,45%	8,00%
Siderurgia	5,00%	7,34%
Saúde	4,76%	6,99%
Telecom Fixa	2,81%	4,13%
Construção Civil	2,78%	4,08%
Hedge Long	-68,13%	100,00%
Índice Futuro	-68,13%	100,00%
Short	-2,61%	-3,83%
Banco e Seguros	-2,61%	-3,83%
Hedge Short	2,61%	3,83%
Índice Futuro	2,61%	3,83%
Exposição Líquida	17,76%	
Exposição Bruta	118,50%	

* Carteira referente ao fechamento de 28/09/2012

Mais Informações

Diretoria Comercial

Christian Lenz

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201

Assessoria de Investimentos

Bernardo Zerkowski

Felipe Cotrim

Renata Ferrite

Julia Junqueira

Pedro Caratori