

Carta nº 10 | Novembro de 2014

O Opportunity Equity Hedge obteve uma rentabilidade de 6,80% desde o último dia de abril, data da nossa última carta. No ano, o retorno acumulado é de 15,05% contra 9,76% do CDI e 6,25% do Ibovespa.

Resultado

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	% CDI	Ibovespa
2011	-	-	-	-	-	-	-	1,21%	1,16%	1,73%	1,77%	-0,87%	5,07%	120,36%	3,85%
2012	1,65%	1,39%	0,03%	1,28%	2,17%	1,48%	-0,93%	0,53%	0,26%	1,72%	0,66%	1,79%	12,69%	150,78%	7,40%
2013	0,65%	2,68%	-0,05%	2,26%	1,90%	-0,17%	0,06%	-1,07%	-0,45%	0,11%	1,52%	-1,03%	6,51%	80,85%	-15,50%
2014	0,32%	3,47%	1,50%	2,27%	1,27%	1,66%	-0,09%	4,33%	-3,49%	-0,28%	3,41%		15,05%	154,25%	6,25%

Dados atualizados até 28/11/2014.

	PL	PL médio / 12 Meses
Master	297.483.504,02	262.831.290,84
FIC	120.962.613,23	92.982.678,26

Dados atualizados até 28/11/2014.

	Fundo	% CDI	Ibovespa
Retorno acumulado desde o início*	45,10%	132,65%	0,13%
Retorno 12M	13,87%	130,67%	4,27%

*Início em 15/08/2011, dados atualizados até 28/11/2014.

Estamos felizes com o resultado alcançado até então. O ano de 2014 tem sido muito difícil para nós investidores. Presenciamos movimentos de preços de proporções gigantescas num curto período de tempo. Nesses momentos, é muito difícil distinguir mudanças de fundamento de simples ruídos. Dito isso, seria injusto deixar de parabenizar toda nossa equipe. Questionar premissas a fim de manter, ou não, a convicção em nossas teses de investimento não foi uma tarefa fácil. De uma maneira geral, conseguimos evitar que ruídos se transformassem em perda permanente de capital ou até mesmo aproveitar novas oportunidades que surgiram.

Em relação ao risco sistêmico, o cenário base continua o mesmo. Estamos num país com baixo crescimento potencial, inflação acima do normal e necessidade de ajustes muito difíceis de serem implementados. É claro que a nomeação recente de Joaquim Levy como Ministro da Fazenda nos surpreendeu positivamente. Afinal, estamos falando de um profissional com doutorado pela Universidade de Chicago, uma das escolas mais liberais do mundo, que contribuiu informalmente com o programa da oposição e, até o convite oficial, exercia a função de chefe da gestora de recursos do Bradesco. Sinceramente, o melhor nome dentre os especuladores pela imprensa.

Intuitivamente é normal associar essa composição aos primeiros anos do governo Lula. Porém, em 2003 a conjuntura era bem diferente. O país encontrava-se com bastante capacidade ociosa na economia, o cenário externo ajudava (em especial, a aceleração do crescimento chinês) e o mercado de ações brasileiro incorporava premissas bastantes conservadoras (múltiplo preço/lucro próximo de seis vezes e taxa de juros perto de 20%). Em 2015, o desafio será muito maior.

Portanto, é de se esperar que a exposição líquida do Opportunity Equity Hedge fique mais próxima de zero até o momento que o retorno esperado no mercado de ações compense o risco sistêmico percebido. No fim de novembro, essa exposição era de 9,40% do patrimônio, sendo 6,70% em ações de empresas brasileiras e 2,70% alocado em BDRs (Brazilian Depositary Receipt), ou certificado de depósito de valores mobiliários, de Dufry, uma empresa global. Vale lembrar que em tempos normais esperamos utilizar uma exposição líquida por volta de 20%. Já em momentos de maior otimismo de nossa parte ela estará mais próxima de 40%.

Portfólio de Ações

No contexto atual, onde estamos protegendo a carteira de ações de companhias brasileiras em quase sua totalidade, se torna interessante observar o portfólio da seguinte maneira: posições compradas em ações + posições vendidas em ações - (proteção em índice * composição do índice).

PORTFÓLIO DE AÇÕES	% PL	HEDGE EM ÍNDICE	% PL	CONCEITO EXPLODIDO (A + B + C*D)	% PL
A. Posições Compradas	72,5%	C. Futuro de Índice Ibovespa	-55,6%	Empresa	
ITUB4 - ITAUUNIBANCO PN	11,5%			Top 5 Long	26,9%
QUAL3 - QUALICORP ON	8,7%	D. Composição do Índice Bovespa (28/11/14)		QUALICORP	8,3%
BBDC4 - BRADESCO PN	7,7%	ITUB4 - ITAUUNIBANCO PN	10,9%	BMFBOVESPA	5,8%
BVMF3 - BMFBOVESPA ON	6,9%	BBDC4 - BRADESCO PN	8,4%	KROTON	4,9%
KROT3 - KROTON ON	6,6%	ABEV3 - AMBEV S/A ON	7,8%	BTG PACTUAL	4,3%
BBTG11 - BTG PACTUAL UNIT	4,3%	PETR4 - PETROBRAS PN	5,5%	ITAUNIBANCO	3,5%
Demais 13 ações	26,8%	BRFS3 - BRFS SA ON	4,6%		
		VALE5 - VALE PNA	4,0%	Top 5 Short	-17,2%
B. Posições Vendidas	-7,5%	ITSA4 - ITAUSA PN	3,4%	PETROBRAS	-9,1%
PETR4 - PETROBRAS PN	-2,3%	PETR3 - PETROBRAS ON	3,4%	AMBEV	-2,6%
PETR3 - PETROBRAS ON	-1,9%	CIEL3 - CIELO ON	3,1%	CSN	-2,1%
CSNA3 - CSN ON	-1,9%	VALE3 - VALE ON	3,1%	VALE	-1,9%
MDIA3 - M DIAS BRANCO ON	-1,4%	KROT3 - KROTON ON	3,1%	M DIAS BRANCO	-1,4%
		Demais 59 ações	42,9%		

Este ponto de vista, que chamaremos de “conceito explodido”, nos permite entender melhor a alocação de risco idiossincrático do fundo. As cinco principais posições compradas são: Qualicorp, BMF&Bovespa, Kroton, BTG Pactual e Itaú Unibanco. Já as principais posições vendidas são: Petrobras, Ambev, CSN, Vale e M. Dias Branco.

As teses de investimento por trás de BMF&Bovespa e Itaú Unibanco foram discutidas nas Cartas [05](#) e [07](#) e, apesar de terem sofrido algumas modificações com o passar do tempo, o núcleo duro da linha de raciocínio se mantém. Já Qualicorp, Kroton e BTG Pactual deixaremos para uma próxima ocasião. Separamos esta carta para comentar sobre a maior alocação de risco do fundo: a posição de 9,10% short (vendida) em Petrobras.

Praticamente durante todo o ano mantivemos uma posição vendida na empresa no “conceito explodido”. A exceção foi o período entre meados de agosto e setembro, quando atribuíamos uma probabilidade muito alta da oposição sair vitoriosa da eleição, o que permitiria mudanças significativas nos problemas estruturais da empresa. Não menos importante, a cotação do petróleo encontrava-se por volta de 100US\$/bbl. Naquele momento, a posição foi feita via opções de compra dado que a principal premissa poderia se alterar ao longo dos próximos meses. Em outubro, com o novo cenário eleitoral e o preço do petróleo 15% abaixo, voltamos a ficar vendidos.

A fim de entender o potencial de queda para o preço das ações da Petrobras, vamos olhar para o valor de todo o negócio, a soma de todos os seus ativos, operacionais ou não. No fim de novembro, o valor da firma era aproximadamente R\$ 500 bilhões. Para construir tal balanço, a empresa investiu cerca de R\$ 85 bilhões anuais durante os últimos seis anos. Sem conseguir gerar caixa suficiente para tais compromissos, a saída foi se endividar. Dessa forma, sua dívida líquida saiu de R\$ 50 bilhões no início de 2009 para R\$ 330 bilhões¹ hoje.

Alavancar a empresa não é um problema para o gestor racional cujo objetivo é maximizar seu valor de mercado. Afinal, o investimento seria feito em ativos com taxa de retorno esperada acima do custo de capital da empresa. Porém, quando olhamos no detalhe esses últimos anos, não podemos fazer tal afirmação para a Petrobras. Entre 2009 e 2014, aproximadamente 50% do investimento total foi feito em Exploração e Produção, ativos em que, de fato, enxergamos uma taxa interna de retorno potencial elevada². Todo o restante foi gasto em Refinarias, Gás e Energia, Biocombustíveis entre outros. Áreas fontes de escândalos e desperdícios inacreditáveis. Não nos restam dúvidas que foi uma alocação de capital muito mal feita.

Para piorar, a gestão da empresa parece ter esquecido que atua num setor cíclico. Toda a alavancagem foi feita num momento onde os preços de petróleo encontravam-se entre 90 e 110US\$/bbl. levando o valor de mercado ao equivalente de 32% do valor de todos seus ativos (valor da firma). A manutenção da cotação do barril de petróleo na casa dos 70US\$ terá um efeito significativo no valor presente do fluxo de caixa gerado por seus ativos. Para se ter uma ideia de ordem de grandeza, a taxa interna de retorno de um campo do pré-sal, investimento com o maior retorno sobre o capital investido, cai cerca de 10 pontos percentuais ao ano nesse cenário.

¹ Projeção interna do Opportunity para o final de 2014.

² Exceção foi a Cessão Onerosa. Nos termos do contrato com a União, o retorno esperado para os campos envolvidos será de apenas 8,80% real ao ano com um petróleo de aproximadamente 80US\$/bbl.

Portanto, ainda esperamos uma correção maior no valor dos ativos da Petrobras. Dada a sua alavancagem, o efeito para o valor de mercado deve ser grande. Por exemplo: para o valor da firma cair 15%, as ações da empresa devem ser negociadas 45% abaixo do preço atual.

E quais seriam as razões para essa distorção permanecer entre o valor de mercado e o valor intrínseco que enxergamos para a Petrobras?

Algumas delas são:

- Expectativa de uma rápida recuperação do preço do petróleo.
- Melhor gestão da empresa após os escândalos recentes de corrupção.
- Perspectiva de que os derivados de petróleo serão vendidos no mercado doméstico com prêmio significativo para paridade de importação por muitos anos.
- Excesso de volatilidade e curto-prazismo: como dissemos anteriormente, a Petrobras é uma empresa muito alavancada e qualquer mudança de percepção dos investidores em relação ao valor de seus ativos produz movimentos significativos dos preços de suas ações. Para um investidor preocupado com o resultado de curto prazo, a elevada volatilidade pode afetar a sua performance.
- “*Contrarian* não fundamentado”: pensar como *contrarian*, ou seja, agir contra o consenso é uma característica muito importante para o investidor bem sucedido. Porém alguns investidores adotam essa atitude como um “corta caminho” ao sucesso e deixam de fazer o dever de casa para entender o real fundamento por trás daquela empresa. Pensamentos como: já caiu demais ou está na mínima histórica são comuns.
- “Petrobras é o Brasil alavancado”. Investidores compram ou vendem ações da Petrobras como apostas de risco sistêmico brasileiro. Por exemplo: no dia do anúncio de Joaquim Levy como ministro da fazenda, as ações da Petrobras subiram 11,90%, dia que aproveitamos para aumentar a posição vendida. Hoje, a maior parte do *downside* é fruto de motivos idiossincráticos da empresa.

Vamos continuar monitorando os três primeiros pontos apesar de considerá-los com baixa probabilidade de acontecer. Enquanto isso, devemos ter paciência para não nos influenciar por ruídos de curto prazo, tentando tirar proveito da volatilidade das ações e sem transformá-la em perda permanente de capital.

Comentários finais

No mês de agosto, o fundo fez seu terceiro aniversário e durante esses anos presenciamos mercados bastantes distintos. Apesar de estarmos apenas no início de uma longa história, felizmente, até aqui, os acertos foram superiores aos equívocos e conseguimos superar o nosso benchmark com alguma folga, 132,60% do CDI após taxas.

Agradecemos a confiança de nossos cotistas, em especial aqueles que estão conosco desde o princípio e foram capazes de suportar períodos de maior volatilidade em nosso resultado. Que venham os próximos anos!

Mais Informações

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201



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

Este documento tem fins meramente informativos e não deve ser considerado como oferta para a aquisição de cotas do Opportunity Equity Hedge FIC FIM. - Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito/FGC. - Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. - Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. - O objetivo do Opportunity Equity Hedge FIC FIM consiste apenas em um referencial, não havendo garantia que o mesmo será atingido. 12/2014