

# ALASKA

## ASSET MANAGEMENT

### CARTA TRIMESTRAL

2º Trimestre de 2015

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento dos fundos de investimento ao aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

## ESTRATÉGIA DE AÇÕES

No segundo trimestre de 2015, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I registrou -5,43%, ante +5,40% do IPCA+6% (benchmark), +3,02% do CDI e +3,77% do Índice Bovespa.

	2T15 (%)	Desde Início (%)
Alaska Black	-5,43	16,78
Ibovespa	3,77	-6,47
IPCA+6% a.a.	3,71	55,17
CDI	3,02	37,54

A composição do desempenho do trimestre, por setor, é mostrada abaixo:

Ativo	Atribuição Resultado 1T15 (%)
Petroquímico	0,06
Saúde	-0,23
Consumo	-0,39
Siderurgia	-0,83
Imobiliário	-1,01
Industrial	-3,08
Arbitragem	0,4
Caixa	0,15
Custos	-0,02
Tx. Administração	-0,48
<b>Total</b>	<b>-5,43</b>

O fundo encerrou o 2º trimestre de 2015 com as seguintes características:

1. Investimentos e Desinvestimentos: Estamos atualmente com 11 companhias no portfólio. Nesse 2º trimestre, fizemos uma das maiores mudanças na carteira do fundo. Desinvestimos de 8 companhias e investimos em 4 novas. O que possibilitou essa mudança foi o agravamento do

sentimento pessimista com relação ao Brasil, e a continuidade da apreciação das empresas americanas. Das 8 desinvestidas, 7 são americanas. As 4 novas companhias são brasileiras e, conforme antecipado na última Carta Trimestral, dessas 4 companhias, 3 são empresas cíclicas.

2. TIR: Pelas mudanças acima, a taxa interna de retorno esperada do portfólio de empresas projetada por nós subiu substancialmente de 19,22% no 1º trimestre de 2015 para 22,04% ao ano no 2º trimestre. Se considerarmos uma inflação de longo prazo no Brasil de 5,50%, o fundo está com uma expectativa de rendimento real de 15,68%. São 11 empresas com taxas de retorno individuais esperadas variando de 15,05% a 28,79%.
3. Proventos: o fundo recebeu no 2º trimestre deste ano cerca de R\$ 688,2 mil em proventos das empresas (dividendos e JCP - juros sobre capital próprio).
4. Outras Receitas: o fundo teve no 2º trimestre de 2015 um resultado positivo de cerca de R\$ 351 mil em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge e remuneração sobre o caixa.

Na tabela a seguir, mostramos qual a receita líquida e lucro líquido do fundo no primeiro trimestre de 2015, considerando a carteira atual, em comparação com os resultados obtidos no primeiro trimestre do ano passado, considerando a carteira de um ano atrás.

Dessa forma, temos como objetivo informar a nossos investidores o quanto o fundo, analogamente a uma holding de empresas, está obtendo de receita e lucro, e como isso vem evoluindo com o tempo.

Como exemplo, se o fundo desinveste de uma quantidade de ações que representam R\$ 4 milhões (aproximadamente 10% do patrimônio líquido do fundo) e que gera R\$ 200 mil de lucro (ação que estaria com preço de 20 vezes o lucro), e investe os mesmos R\$ 4 milhões em uma outra companhia que gera R\$ 500 mil (ação que estaria com preço de 20 vezes o lucro), significa que o fundo aumentou o seu lucro líquido em R\$ 300 mil.

Com esses dados em mãos, nossos investidores tem o real valor do quanto seus investimentos estão gerando de receita e lucro, ainda podendo-os comparar com um ano atrás. Como a informação está em percentuais, isso pode ser aplicado para qualquer montante de investimento, ou seja, para quem quer saber o quanto R\$ 500 mil reais de seus investimentos estão gerando de receita e lucro, basta multiplicá-lo pelos percentuais.

O objetivo dessa informação é dar a magnitude da receita e lucro das empresas do fundo, considerando os investimentos e desinvestimentos no período. Para evitarmos os efeitos de aplicações e resgastes, informaremos os números como percentual do patrimônio total do fundo. Sendo assim, quando dizemos que a receita líquida no 1T15 foi de 19,21%, significa que a soma das frações das receitas de nossa propriedade de cada uma das empresas do fundo, resultam em 19,21% do patrimônio do fundo, ou R\$ 7,74 milhões de reais no caso. Isso vale para lucro líquido também. Para o 1T14 foi realizado o mesmo procedimento, ou seja, considerado o portfólio do fundo da época, e os resultados obtidos um ano atrás.

Com essa informação, é possível comparar o investimento no fundo versus negócios na “economia real”, como normalmente ouvimos. No entanto, entendemos que as receitas e lucros acima são tão reais quanto as empresas fechadas. A única diferença é que as do fundo possuem preços a todo instante.

Abaixo a tabela:

Variação (%)	1T14	1T15
Receita Líquida	9,81	19,21
Lucro Líquido	1,18	1,50

Vale notar que do 1T14 para 1T15, as receitas praticamente dobraram, enquanto que os lucros subiram 27%. Isso ocorreu pelo fato de termos desinvestidos de empresas com uma relação de preço por receita mais alta do que as novas companhias investidas. E como as novas companhias investidas sofreram mais em suas margens versus as companhias americanas que desinvestimos, o incremento de lucro líquido não ocorreu na mesma magnitude, mas ainda assim subiu sensivelmente (+27%).

Tanto por taxas internas de retorno esperado, quanto superficialmente olhando os múltiplos de receita e lucro, o fundo está com um portfólio mais atrativo do que um ano atrás, o que só foi possível graças à crise atual que barateou excelentes

## Investimento

Uma das maneiras mais abrangentes de se definir o ato de investir é abrir mão de algo hoje, para que se tenham benefícios no futuro. Não importa o que se investe, seja tempo, matéria ou energia, a lógica é a mesma. No universo das finanças, o que se investe é capital, na compra ou criação de algum ativo, com expectativa de retornos futuros na forma de proventos, cupom, etc., ou através da valorização do próprio ativo. É comum ver comparações entre investir e especular, mas a diferença é conceitual. Investimentos estão geralmente relacionados a prazos mais longos, diferente do que ocorre quando há especulação. Há outras diferenças que ressaltaremos no decorrer da carta.

O espectro de ativos financeiros à disposição para investir é enorme, dos simples títulos do governo, passando por dívidas de empresas, imóveis, ações até os derivativos mais complexos. De forma geral, todos se relacionam com dívida ou patrimônio de alguma entidade, seja pública ou privada. Para se investir em patrimônio, costuma-se exigir mais retorno do que na dívida, dado que o credor recebe antes que o sócio, em caso de falência.

Investir em empresas, abertas ou fechadas, é na essência a mesma coisa, com exceção de um único detalhe. Em empresas abertas, há o fator mercado, que mostra a todos o preço de compra e venda daquele ativo, em tempo real. Nas fechadas, essa mesma informação não é pública. A simples presença de um preço faz com que as pessoas tratem empresas listadas em bolsa de forma irracionalmente diferente das privadas. A origem dessa irracionalidade está em achar que preço e valor são a mesma coisa.

### **Preço *versus* valor**

O empresário quando abre seu negócio tem várias preocupações em sua cabeça, sua estrutura societária, seu capital de giro, como está o mercado em que atua, como é sua equipe, seus concorrentes, etc., porém quanto seu negócio estaria valendo a cada minuto não é algo que ele perderia o seu tempo. Seja o negócio um restaurante, pequena indústria, franquia de roupas ou oficina mecânica, a variação diária positiva ou negativa de 1%, 2%, no seu preço de mercado não importa nada para o dia a dia do empresário.

Para montar uma oficina mecânica, entre máquinas, equipamentos e capital de giro, imagine que uma pessoa invista um milhão de reais, com requerimento de retorno de 20% ao ano. Depois de um ano, essa mesma oficina está rentabilizando o capital investido em 22%, por conta de boas operações. Sendo uma empresa de capital fechado, seu controlador não sabe do preço minuto a minuto de seu.

negócio, mas sabe do seu valor. Também não cogitaria vendê-la com desconto.

Imagine agora, se a empresa tivesse seu capital aberto em bolsa, seu preço variaria de acordo com as últimas negociações realizadas, sejam elas próximas do valor real do negócio ou não. Nesse último cenário, imagine que um detentor de mil das ações da empresa seja um fundo de investimento sofrendo resgates, e, portanto, precisa vender suas ações no mercado a qualquer custo. Imagine que essas ações representem 0,01% do capital total da oficina. Do outro lado, os possíveis compradores se interessariam em pagar o menor preço que conseguirem por essa posição. Na eventualidade do negócio sair a um desconto de 50% ao preço de mercado, há o seguinte efeito: o vendedor perdeu 50% de seu investimento, pois realizou a venda. Um comprador que já fosse investidor da oficina conseguiu aumentar sua posição em um preço vantajoso, porém a precificação do ativo “marcará a mercado” seu estoque atual de ações da empresa, e por consequência, sua cota. Se os cotistas desse fundo não souberem a diferença entre o preço de mercado, e o real valor do negócio, se assustariam com a cota, ordenariam resgates e o ciclo vicioso continuaria. A mesma dinâmica poderia acontecer no sentido inverso, caso alguém aceite comprar ações muito acima do valor, a fim de precificar seu estoque de ações para cima. O cotista perceberia uma valorização positiva no preço de sua cota que não representaria o real valor dos seus investimentos, mas atrairia “investidores” empolgados com as recentes cotas positivas do fundo.

Apesar de extremos, os cenários acima servem para mostrar que o preço nem sempre reflete o valor. Com essa lição em mente, investir em empresas de capital aberto ou fechado se torna muito

semelhante, e um bom investidor pode se beneficiar muito de quedas de preço sem fundamento. Basta olhar a lógica do comprador das ações da oficina, no exemplo acima. Deram-lhe a oportunidade de pagar metade do preço por algo que, para ele, não mudou de valor. Matematicamente seu retorno sobre o capital empregado será o dobro nesta transação, desde que o negócio continue com a geração de caixa que se espera. E a única variável capaz de equalizar preço e valor é o tempo.

Abordamos nossos investimentos da mesma forma que o dono da oficina pensa no dele. Quem são as pessoas que vão tomar as decisões que impactarão nosso capital? Qual o retorno sobre o nosso capital alocado? Quais as vantagens competitivas? Quais as barreiras de entrada? Quais as possíveis mudanças no mercado de atuação? Como se dá o processo de formação de pessoas? A empresa é dependente de uma pessoa chave? Há renovação de lideranças? Há incentivos fiscais? Há riscos políticos? Há privilégios ou lobbys que sustentem as margens?

O que procuramos é obter retornos sobre nosso capital investido através da geração e distribuição de caixa das empresas investidas. A valorização do preço das ações ao longo dos anos é consequência dos resultados corporativos. Caso não ocorra essa convergência para o valor justo, quanto maior for o prazo do investimento, mais irrelevante fica o preço do ativo para se determinar a riqueza total do investimento. Isso porque os dividendos recebidos e reinvestidos na própria ação passam a serem os maiores responsáveis pelo acúmulo total de riqueza. E melhor ainda se a empresa passar por períodos de preços extremamente descontados, pois se acelerará o acúmulo de novas ações, o que conseqüentemente gerará mais renda de dividendos futuros e dividendos sobre dividendos.

A variação diária do preço das ações nada mais é do que um “consultor” na porta da “nossa empresa” nos falando minuto a minuto por quanto o mercado compra ou vende uma fração da mesma. Quando o mercado está otimista, ele aceita pagar caro. Quando ele está com medo do futuro mal “aparece” em nossa porta pra dar preço, ou quando aparece oferece um preço baixo. O consultor não influencia diretamente nos lucros de nossa empresa e muito menos nos seus fundamentos de longo prazo.

Agindo dessa forma, tornamos o mercado de ações um sócio de fato em nossos investimentos. Como o mercado não é eficiente e as emoções dos participantes interferem na tomada de decisão, ora o mercado oferece um preço abaixo da nossa percepção de valor pelos nossos investimentos, ora acima. Ampliando a lógica do exemplo da oficina, um preço acima do valor implica numa Taxa Interna de Retorno menor a partir daquele momento. Analogamente um preço abaixo do valor resulta numa TIR maior para o investimento feito neste preço. Nós procuramos investir em TIR altas e desinvestimos quando as TIRs esperadas estão baixas. As únicas coisas que temos que fazer é identificarmos os melhores investimentos, ficarmos investidos nas melhores taxas de retorno e esperar pelas movimentações de preço que o mercado nos oferece para rebalancear nosso portfólio. Não tememos quando o mercado nos oferece um baixo preço por nossos investimentos. Temos a chance de comprar e aumentar nossos investimentos em ativos com retornos futuros extraordinários. O que não podemos jamais fazer é investir em ativos com baixas taxas de retorno sobre o capital, mesmo que esses estejam ficando cada vez mais caros no mercado. Não podemos justificar uma compra de um ativo com retorno esperado ruim, só porque o mercado está cada vez mais otimista com a ação.

## Preço de ações voláteis *versus* valores de empresas estáveis

Sem a estrutura psicológica adequada, sem o real entendimento da diferença entre preço e valor, o investimento em ações acaba resultando em retornos medíocres ou até mesmo desastrosos. O principal equívoco é assumir que ações são investimentos extremamente arriscados apenas por conta da volatilidade de preços.

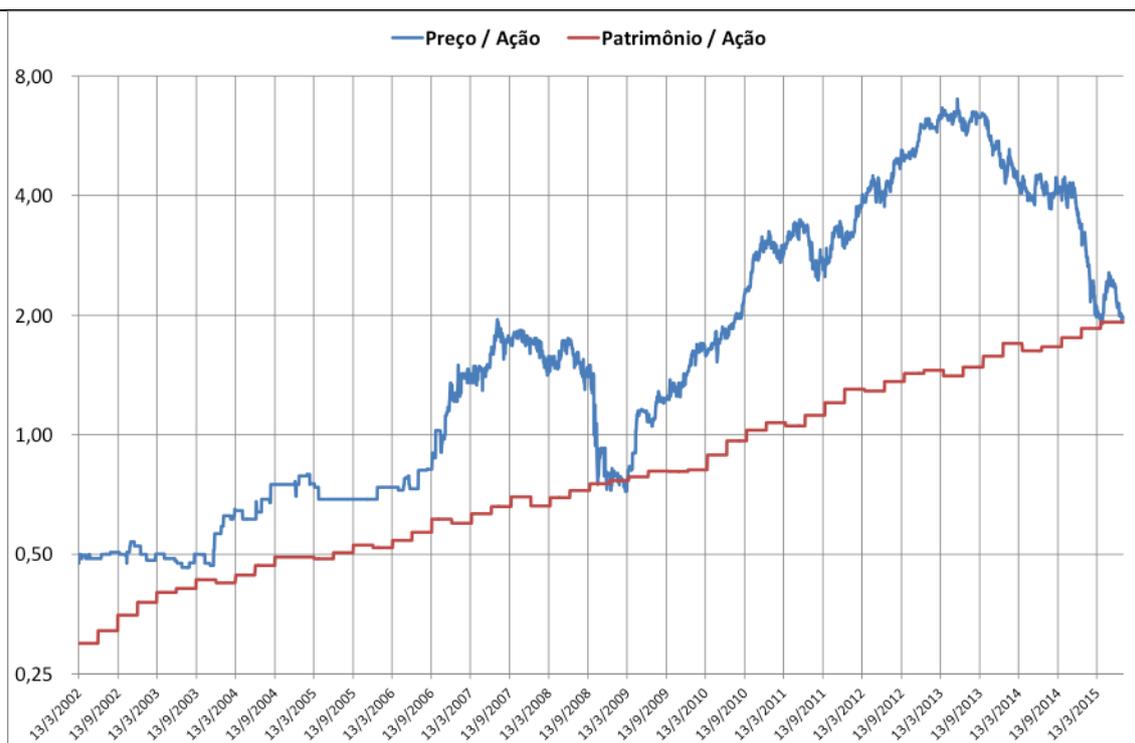
No capítulo “The Pattern of Change in Stock Earnings and Stock Prices” do livro “The Intelligent Investor” de Benjamin Graham (1949), ele raciocina que o valor intrínseco de uma companhia é baseado na geração de caixa média ao longo de um ciclo econômico completo. Certamente essa geração de caixa será menor em recessões, e maior em períodos de expansão. Se, por exemplo, uma companhia gerar na média 20 reais de caixa por ação em períodos de recessão e 50 reais por ação em períodos de expansão econômica, podemos dizer que a geração média é de 35 reais por ação, num ciclo econômico completo. Se por acaso, por fluxo de caixa descontado, concluirmos que o valor justo é de 10 vezes a geração de caixa, podemos dizer que o valor intrínseco da companhia é de 350 reais por ação.

Benjamin Graham, no entanto, diz que o comportamento do preço da ação difere muito de seu valor intrínseco. Durante períodos de recessão econômica, a companhia gera os 20 reais por ação e pode vir a ser negociada a 5 vezes a geração de caixa, por exemplo, resultando num preço de 100 reais por ação, e em períodos de expansão a ação vai R\$ 750 por ação (15 vezes a geração de 50 reais). No entanto, nos dois casos, o valor intrínseco são os mesmos 350 reais por ação. O exemplo acima, hipotético, reflete a grande maioria dos comportamentos de preços dos ativos em bolsa.

A lição a ser apreendida é que o valor de uma companhia, seja ele medido por fluxo de caixa descontado, pelo valor patrimonial, ou por um múltiplo dos lucros médios num ciclo econômico completo, é menos volátil do que o preço das ações na tela do computador, ou do que as cotas de um fundo de ações. Outra lição a ser assimilada é que com o temperamento adequado, e com o real entendimento das instabilidades emocionais do mercado, o investidor pode tirar grandes vantagens dos preços oferecidos pelos participantes do mercado.

No gráfico abaixo de uma empresa em que o fundo Alaska Black investiu no último trimestre, podemos ver ao longo do tempo a variação do preço versus a evolução patrimonial da empresa (valores em R\$ por ação). O patrimônio, no caso abaixo, é uma medida muito conservadora do real valor da companhia, mas serve para ilustrar que a sua evolução temporal é menos volátil que o preço da ação. Isso ocorre pelo fato do patrimônio, assim como o real valor intrínseco da empresa, tender a ser menos suscetível às oscilações de humor do mercado, e mais dependente de questões fundamentais relacionados às operações da empresa. No exemplo abaixo, o patrimônio varia muito pouco, ao contrário dos preços das ações e das cotas dos fundos, por conta de resgates, pressões de venda, aumento do pessimismo ou por uma declaração infeliz de um funcionário do governo federal.

Vale ressaltar que o gráfico abaixo está em escala logarítmica, onde retas querem dizer taxas de crescimento constantes. Pelo histórico da companhia abaixo, percebe-se um incremento médio do patrimônio de 15% ao ano, mesmo após a distribuição de dividendos. Ao contrário do valor patrimonial, o preço da ação possui comportamento mais errático, o que nos dá a oportunidade de investirmos em momentos favoráveis como o atual para essa empresa.



## Portfólio

Conforme antecipado na última Carta Trimestral, o fundo investiu em duas empresas cíclicas, do setor industrial. Normalmente vínhamos evitando esse setor, pela fraqueza do PIB brasileiro, e pelo baixo nível de confiança dos empresários. No entanto, após uma unanimidade de indicadores já apontar para níveis pessimistas, os preços dessas ações já incorporam um cenário desfavorável prolongado. No caso de nossas modelagens, um cenário pessimista perpétuo.

Segue nossa projeção para a carteira **atual**, para receita líquida, lucro bruto e lucro líquido:

(R\$ mil)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida	30.959	33.836	36.319	39.420	42.785	46.237
Lucro Bruto	11.818	13.418	14.368	15.617	16.990	18.418
Lucro Líquido	4.504	4.994	5.351	5.889	6.512	7.046

