

ΔLASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA SEMESTRAL

1º Semestre de 2018

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 carácter exclusivamente informativo.

“Everybody has a plan until they get punched in the mouth. Then, like rats, they stop in fear and freeze.” - Mike Tyson

Mike Tyson foi um dos homens mais temidos do boxe durante o final da década de 80, vencendo 37 lutas consecutivas e defendendo seu título em 9 ocasiões, antes de sua carreira desandar após a luta com James Douglas e por diversos problemas fora dos ringues. Em 1987, na véspera do combate contra Tyrell Biggs, um gigante de 2 metros de altura e medalhista de ouro olímpico nos jogos de 1982, um jornalista comentou com Tyson que Biggs se gabava de ter “formulado um plano para derrotar Mike”. Biggs pretendia usar movimentação lateral e sua maior envergadura para manter o lutador menor à distância, algo que conseguiu realizar com sucesso durante o primeiro assalto e parte do segundo. A resposta de Mike Tyson ficou eternizada: “Todo mundo tem um plano até levar um soco na boca.” Ao final do segundo assalto, porém, Tyson mostrou que sua resposta ao jornalista tinha um caráter quase que profético, e cortou Biggs nos lábios com um cruzado, mudando todo o quadro do combate. A confiança de Biggs foi por água abaixo, assim como o plano que lhe havia trazido sucesso até então, e Tyson o puniu por 7 assaltos até a intervenção do árbitro. Talvez a vitória estivesse além da capacidade de Biggs, porém a falta de disciplina que ele demonstrou ao abandonar seu plano no primeiro sinal de adversidade fez com que suas chances piorassem muito.

Qualquer pessoa que já se envolveu em alguma empreitada em alto nível, seja ela qual for, provavelmente já sentiu o mesmo frio na barriga que Biggs sentiu quando tomou o primeiro golpe limpo de Tyson. É nesse momento, logo após o primeiro grande revés, que se torna possível separar quem realmente está no caminho para o sucesso de quem vai se perder no meio do caminho. Todas as horas de ensaio, de estudo, de treinamento, de preparo, ou a falta de tudo isso, são postas em evidência na maneira que reagimos à adversidade. Disciplina de seguir um plano não é habilidade inata, pelo contrário, vai contra todos os instintos animais de sobrevivência dentro de nós, mas é fruto de horas de

preparo, estudo, treinamento e de muita confiança naquilo que está sendo realizado.

Jim Collins, no seu livro *Great by Choice*, conta a história de duas expedições destinadas à Antártica, até então nunca explorada por homens, e tenta apontar motivos para o sucesso de uma e o fracasso da outra. Ambos os exploradores Roald Amundsen, 39 anos, e Robert Scott, 43 anos, tinham currículos forrados de feitos extraordinários e fizeram suas expedições com poucos dias de diferença em outubro de 1911. Porém, as duas expedições tiveram experiências completamente diferentes na jornada de 1.400 milhas.

Apesar do clima árduo, com temperaturas médias de -50° C, ambas as expedições tiveram experiências meteorológicas semelhantes. Nos primeiros 34 dias de cada viagem, Amundsen e Scott tiveram exatamente a mesma proporção de dias bons para dias ruins, de acordo com o livro “The Last Place on Earth” de Roland Huntford. As condições climáticas, portanto, não foram fatores decisivos na diferença de resultado entre os dois líderes.

Roald Amundsen, líder do grupo bem-sucedido, ficou conhecido na história por levar disciplina ao seu extremo; tudo estava planejado e tudo foi seguido à risca. Sua meta única era o Polo Sul, nada mais. Para chegar lá, estudou o estilo de vida dos esquimós, roupas, dieta, meio de transporte, e aplicou tudo que aprendeu no preparo de seus homens. Amundsen apostou em conceitos já testados há séculos. Utilizou trenós puxados por cães como meio de transporte principal. Aqueles que morreram no caminho foram usados como fonte de alimento para o grupo. Montou um plano e uma estrutura de expedição que os traria de volta para casa mesmo se não parassem para abastecer em nenhum depósito ao longo do caminho, mas ao mesmo tempo também elaborou medidas para que sua equipe não perdesse nenhum deles de vista.

Tudo estava considerado em seu escopo, inclusive uma marcha de duração fixa todos os dias, independente das condições do tempo.

Seriam 15 a 20 milhas por dia, mesmo que isso significasse descansar durante dias com condições favoráveis ou marchar com o tempo ruim. As 15-20 milhas têm um significado muito maior do que simplesmente trechos de gelo e terra de 24.135 a 32.180 metros. Com essa meta, o objetivo da equipe passou a ser tangível e concreto. O ato de completar a marcha diária funcionava como um reforço para a confiança do grupo. Nos dias de condições favoráveis, quando o grupo aguentava 40 milhas, sobrava tempo para descanso. Quando a meta é explícita, o indivíduo torna-se protagonista na jornada. Não houve espaço para improviso na agenda de Amundsen e a sua disciplina levou seus homens ao Polo Sul e de volta para casa sem perda de vidas humanas.

Scott, por sua vez, foi consideravelmente menos obcecado com a montagem de sua expedição. Além de ter como objetivo o Polo Sul, seu grupo também tinha objetivos secundários, uma série de experimentos científicos para serem feitos ao longo do trajeto. O grupo também não seguia um plano de marchas, optando por marchar de acordo com as condições diárias.

Diferente de Amundsen e seu numeroso plantel de cães, Scott decidiu utilizar trenós motorizados e uma quantidade menor de pôneis. O pesadelo começou quando os motores dos trenós pararam de funcionar após cinco dias, pois nunca haviam sido testados num ambiente tão hostil. Os pôneis também não se adaptaram naquelas temperaturas geladas e acabaram morrendo aos poucos, deixando o transporte de carga para ser feito pelos seus próprios homens. O cálculo de provisões foi feito considerando sucesso em alcançar todos os depósitos ao longo do caminho, algo que devido à falha nos transportes não aconteceu, deixando seus homens ainda mais fracos. A expedição de Scott abraçou a incerteza e o improviso como parte do plano, tornando uma abordagem disciplinada praticamente impossível. O resultado foi trágico, todos os membros da expedição morreram.

O desafio de manter a disciplina e coerência sobre investimentos é análogo, porém, felizmente menos cruel à jornada ao Polo Sul. Dado que os prazos de investimentos costumam ser

consideravelmente mais longos que lutas de boxe ou expedições a continentes inexplorados, acreditamos que a disciplina seja ainda mais determinante para o sucesso.

No mercado, um revés equivalente a uma nevasca ou a levar um soco no rosto, é ver sua tese de investimentos sendo testada por meses, quiçá anos em sequência, sem ter muito para onde fugir. Agir compulsivamente nesses momentos, compelido pelos mais primitivos sentimentos, é abandonar os planos e entregar seus retornos a fatores muito menos objetivos que os que costumam guiar os preços dos ativos no longo prazo. Todo gestor inevitavelmente irá passar por momentos assim, e gostamos sempre de lembrar o exemplo de Jean-Marie Eveillard durante o início dos anos 2000. Eveillard foi um dos expoentes do *value investing* global durante as décadas 80, 90 e início dos anos 2000, consagrando-se por apresentar retornos além de todos os índices de ações no mesmo período, conseguindo alcançar rendimentos de 15,7% ao ano no período de 1979 a 2004 (comparados a 11,3% ao ano para o índice de mercado).

A gestão de Eveillard foi sempre caracterizada por investimentos em ativos descontados, com grande margem de segurança, mas ele próprio atribui a maior parte de seu sucesso ao fato de ter fugido das euforias que aconteceram ao longo dos anos. Ao fim dos anos 90, o mercado financeiro começou a deslumbrar-se com o avanço da internet e a miríade de possibilidades que viria com essa nova tecnologia. Investimentos em empresas de tecnologia passaram a ter um componente especulativo enorme, algo diametralmente oposto às crenças de Eveillard. Seguindo sua metodologia, e indo contra a maré, Eveillard ficou de fora de qualquer tipo de empresa de telecomunicações e tecnologia durante os anos de euforia. Por conta disso seu fundo teve um desempenho consideravelmente inferior aos seus pares nesse período. Sofreu críticas de todos os seus sócios, alguns chegaram a questionar sua saúde mental. Sua resposta foi emblemática “Eu prefiro perder metade dos meus clientes do que metade do dinheiro dos meus clientes”.

O sofrimento de Jean-Marie não durou apenas semanas ou meses, foram anos de questionamentos de clientes, de sócios e principalmente de si mesmo. Os resgates de clientes insatisfeitos levaram o fundo SoGen de 6 para 2 bilhões de dólares no início dos anos 2000; logo após, em 20 de março de 2000, o índice Nasdaq atingiu sua máxima histórica. A tese de Eveillard, após anos de insistência, se provou correta e os ativos superavaliados da bolsa americana caíram vertiginosamente.

Os anos que seguiram recompensaram a disciplina de investimento de Jean-Marie. Seu fundo permaneceu positivo durante toda a correção dos anos de 2000 e 2002, coroou o sucesso de sua estratégia com a melhor performance da história do fundo em 2003, rendendo 37,6% e o prêmio inaugural “Fund Manager Lifetime Achievement Award” dado pela Morningstar. Anos depois, Eveillard amenizou os efeitos da crise de 2008 ao evitar ações do setor financeiro antes do *crash* que estava por vir, consagrando ainda mais o fundo. Hoje a First Eagle administra mais de 100 bilhões de dólares em recursos.

É praticamente impossível tentar se colocar no lugar de Eveillard. Ver sua tese de investimentos contrariada ano após ano é consideravelmente mais doloroso que qualquer soco do Mike Tyson, e é por isso que o sucesso no mercado de gestão de recursos de longo prazo é restrito a tão poucos indivíduos.

Quem investe conosco no Alaska Black já sabe que o caminho até os bons resultados é longo, incerto e não é incomum passarmos por períodos de grandes nevascas, como a queda de 53% entre 2013-2016, ou revezes súbitos, como os 30% de queda do dia 18 de maio, dolorosa como cruzados do Mike Tyson. Manter a disciplina nessas horas é essencial, e só é possível por termos muita confiança, ou se preferirem, fé, em nosso processo de investimento e nas experiências de quem já foi diversas vezes ao Polo Sul e hoje nos guia para irmos juntos.

Atribuição de resultados – Alaska Black

No primeiro semestre de 2018, o **Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I** registrou +0,78%, ante +4,29% do IPCA+6% (*benchmark*).

O **Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I** registrou +0,68%, ante -4,76% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +3,17%.

	1S18	Desde Início*
Alaska Black FIC	0,78%	243,96%
Ibovespa	-4,76%	28,21%
IPCA + 6% a.a.	4,29%	116,19%
CDI	3,17%	90,13%

*Início em 01/01/2012

	1S18	Desde Início*
Alaska Black FIC II	0,65%	66,09%
Ibovespa	-4,76%	17,71%
IPCA + 6% a.a.	4,29%	15,05%
CDI	3,17%	13,30%

*Início em 03/01/2017

A composição do desempenho do semestre por setor é mostrada abaixo (fundo Alaska Black Master FIA):

Estratégia	1S18
Papel e Celulose	11,62%
Consumo	10,08%
Mineração	3,40%
Petroquímico	2,48%
Caixa	0,73%
Transporte	0,42%
Arbitragens	0,24%
<i>Utilities</i>	-0,03%
Aço	-0,06%
Custos*	-0,10%
Educação	-0,24%
Tecnologia	-0,80%
Indústria	-0,82%
Real Estate	-0,84%
Oleo e Gás	-0,89%
Shopping Malls	-1,00%
<i>Hedge/Macro</i>	-21,82%
Total	2,37%

*O quadro acima apresenta os resultados do **fundo Master**. Os custos dos FICs foram diferentes em função de suas taxas de performance serem cobradas em indicadores diferentes.

O fundo encerrou o 1º semestre de 2018 com as seguintes características:

1. **Investimentos e Desinvestimentos:** Ao fim do primeiro semestre de 2018, o fundo era composto por vinte e uma ações. Comparado à carteira do fim de 2017, foram adicionadas três novas empresas e retirada uma. As empresas que começaram a fazer parte do portfólio são dos setores de óleo e gás, transporte e educação. O papel que foi substituído era do setor de papel e celulose.
2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do fundo no final do primeiro semestre de 2018 era de 23,16%. Ao fim de

2017, o fundo estava com uma taxa de retorno de 23,42%.

3. **Proventos**: No primeiro semestre de 2018, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 1,13% do patrimônio no final do período.
4. **Outras Receitas**: O fundo teve um resultado negativo de 21,82% em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge/Macro e remuneração sobre o caixa no período.

Enxergamos o fundo como uma *holding*. Dessa maneira, mostramos na tabela abaixo a receita e o lucro da “*holding Black*”, bem como quanto esses valores representam do patrimônio do fundo.

Comparamos a carteira do fechamento do primeiro semestre de 2018 com a carteira que tínhamos um ano atrás. O aumento da receita e lucro absolutos são consequência do aumento do patrimônio do fundo e do crescimento de resultado operacional das empresas. Como porcentagem do Patrimônio Líquido, a redução indica exposição maior a empresas com múltiplos maiores (Receita/Valor de Mercado e Lucro/Valor de Mercado).

R\$ Mil	30/06/2017	29/06/2018	Varição
Receita Líquida	462,87	1.235,60	166,94%
Lucro Líquido	20,80	56,16	170,06%

% do PL do fundo	30/06/2017	29/06/2018	Varição
Receita Líquida	153,22%	94,48%	-38,34%
Lucro Líquido	6,88%	4,29%	-37,62%

Alaska Range

A rentabilidade do RANGE no primeiro semestre de 2018 foi fortemente afetada pela deterioração dos ativos locais. O fundo apresentou queda de 12,30% no período contra um CDI acumulado de 3,18%. A maior parte dos prejuízos está relacionada à posição vendida em dólar contra o real, que está presente em algumas estratégias do fundo como: compra de Ibovespa em dólar, estratégia relativa entre venda de dólar contra compra de juros longos, além de uma posição direcional vendida.

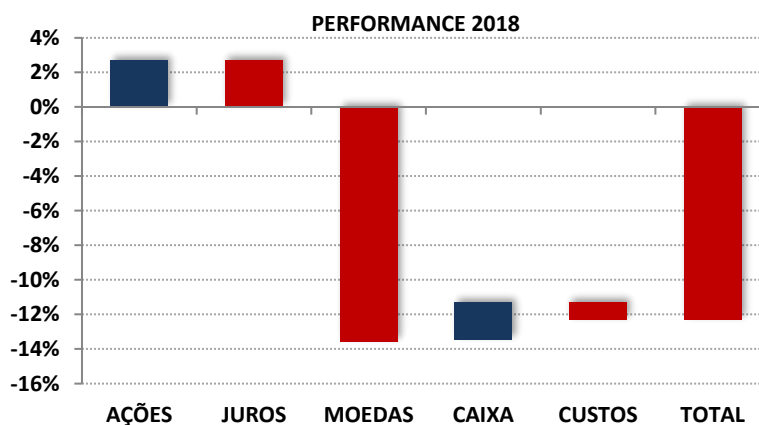
Nesse período, a valorização do dólar de 17,17% contra o real foi o resultado de uma soma de fatores: fortalecimento do dólar no mundo; forte depreciação de algumas moedas emergentes, em especial a lira turca e o peso argentino; redução do diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA; e a indefinição do cenário eleitoral e situação fiscal local.

Ao longo de 2017, a moeda brasileira teve um desempenho inferior aos seus pares, apesar da conta corrente e da balança comercial estarem em níveis que indicam que o real já poderia estar desvalorizado. Porém, dado o cenário de inflação constantemente baixa e a retomada da economia local, o dólar no mercado doméstico passou a ser o hedge que, aliado aos choques externos, acentuou a desvalorização da moeda brasileira.

Obviamente, o cenário onde o real sofria todas as consequências dos choques externos e da indefinição política local, enquanto os mercados de bolsa e juros se mantinham ilesos, não poderia se perdurar indefinitivamente. Sendo assim, o desmonte dessas posições veio em maio e em junho.

Quando o Banco Central começou a atuar de forma mais contundente no mercado de câmbio via swaps, participantes do mercado enxergaram um “teto” para o dólar e esse já não servia como hedge para as outras posições. O movimento de desmonte foi acelerado com o fim da greve dos caminhoneiros, o que resultou num mercado ainda mais volátil em junho.

Mesmo após um semestre conturbado e de grandes prejuízos, não tivemos variações significativas nas posições. Seguimos com a tese que os ativos locais em dólar estão em um ciclo de alta e que o retorno pode vir tanto dos preços dos ativos em reais como da taxa de câmbio. Abaixo, segue a divisão dos resultados do semestre:



Mercados

Na primeira metade do ano, os mercados locais foram impactados tanto por eventos internos quanto por fatores externos. No ambiente doméstico, os principais eventos estão relacionados à prisão de ex-presidente Lula, à greve dos caminhoneiros e ao embate entre o mercado e o BC no câmbio e nos juros. No lado externo, destaque para o fortalecimento do dólar no mundo e os conflitos nas relações comerciais entre Estados Unidos e China.

Neste ambiente, o Ibovespa, que chegou a apresentar mais de 14% de valorização no ano, fechou o semestre com uma queda de 4,76%. O dólar, como mencionado anteriormente, fechou o semestre com 17,17% de valorização, e o juros futuros de 10 anos subiram 129 bps.

No campo econômico, vimos sucessivas revisões pra baixo do PIB esperado para 2018 e um choque na inflação corrente após a greve dos caminhoneiros. Com a definição das eleições em outubro,

independentemente do resultado, boa parte das incertezas refletidas nos preços dos ativos deverá ser reduzida.

Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management.