

# ALASKA

## ASSET MANAGEMENT

### CARTA SEMESTRAL

**2º 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 caráter exclusivamente informativo.

*"For the great doesn't happen through impulse alone, and is a succession of little things that are brought together." - Vincent van Gogh*

Ao tomar a decisão de seguir carreira como investidores profissionais, iniciamos uma jornada de aperfeiçoamento constante, e por mais que andemos para frente nos sentimos cada dia mais longe do fim. Até agora, uma das poucas certezas que encontramos no caminho é que não há fórmula exata, algoritmo ou receita de sucesso no mercado. Cada investidor tem a liberdade de formular seu próprio processo de investimento utilizando as ferramentas que lhe convém e os resultados são dados da forma mais objetiva possível. Nós escolhemos formular o nosso processo inspirados por algumas grandes figuras, tendo em mente que o que funcionou para eles não necessariamente funcionará para nós.

Dentre as lições de todos os nossos mestres, nenhuma ficou conosco mais do que as palavras de Charlie Munger sobre a importância de estudar, mesmo que seja apenas o básico, diversas áreas de conhecimento humano. Para ele, a sabedoria necessária para tomar boas decisões vem da capacidade de um indivíduo atacar um problema por diversos ângulos, através da utilização de diferentes ferramentas de análise, e isso não é possível quando nos especializamos em apenas um punhado de tópicos. Com isso em mente, formulamos um processo de investimento que soma todo o arcabouço de conceitos financeiros clássicos, que compreende ferramentas de Economia, Administração, Matemática Financeira e Contabilidade, e que também nos instiga a usar conceitos de outras áreas, como Psicologia e Biologia, entre outras.

Cada ferramenta diferente nos dá a condição de enxergar um problema por um ângulo novo, e combiná-las normalmente é a melhor solução. Já dizia um velho ditado, "Um homem que só possui um martelo enxergará todos os problemas como pregos".

Analisar uma empresa pela ótica da Contabilidade fará com que enxerguemos um conjunto de bens, direitos e contas a receber, advindos da produção e oferecimento de produtos e/ou serviços,

financiados por capital de terceiros ou próprio. Se as ferramentas forem do Direito, muito possivelmente será dada atenção maior às relações regulatórias, trabalhistas, contratuais e tributárias, além de aspectos legais da atividade de produção ou serviço realizados pela companhia em questão.

Nenhuma das óticas é objetivamente correta, tudo depende do problema que estamos encarando. Se quisermos avaliar a situação patrimonial e saúde financeira da companhia no momento atual, teremos mais sucesso se utilizarmos ferramentas contábeis. Analogamente, se quisermos entender o efeito de um novo tributo ou atualização regulatória, provavelmente teremos mais sucesso analisando pela ótica do Direito.

Ao escolhermos analisar empresas utilizando o cálculo de Taxa Interna de Retorno dos seus fluxos de caixa no longo prazo (longo mesmo!), acabamos por incluir em nosso processo de investimento muito mais do que apenas finanças.

Para imaginarmos o comportamento de uma companhia em prazos longos precisamos avaliar uma série de outros fatores, que somente a análise de balanços não consegue cobrir. A empresa consegue se adaptar bem às mudanças no seu ambiente de negócios? Quais são as possíveis ameaças e predadores no setor em questão? Quão preparada a companhia está para expandir e aumentar sua zona de influência e chances de sobrevivência?

Essas perguntas nos fazem buscar ferramentas muito mais ligadas à biologia do que ao mundo das finanças, afinal, empresas podem ser comparadas a seres vivos em luta por sobrevivência, energia e alimento (mercado), tentando evoluir e se adaptar conforme mudanças, aleatórias ou não, ocorrem em seus meios. A elas também se aplica a velha máxima, “Survival of the fittest”, derivada da Teoria da Evolução de Charles Darwin, que escolheremos como foco devido às várias nuances e aplicações práticas ao mundo dos investimentos.

A teoria de Darwin foi fruto de suas observações durante viagens pela África, Austrália e Américas. Documentou diversas espécies de animais, com interesse especial na ocorrência de pequenas diferenças físicas entre animais de espécies similares, mas com origem geograficamente diferente.

Em Galápagos, Darwin notou que as espécies de pássaros ali presentes eram muito similares àquelas encontradas na parte continental do Equador, salvo algumas diferenças em seus bicos. Anos de estudos o levaram à conclusão de que as espécies de pássaro de Galápagos eram originalmente habitantes do continente, que, por alguma razão ainda desconhecida, foram adquirindo características que os diferenciavam de suas contrapartes. Os indícios o levaram a imaginar que alguns indivíduos da espécie continental tinham descendentes com pequenas variações em seus bicos que os tornavam mais bem adaptados ao contexto alimentar da ilha, e, por isso, acabavam prosperando mais e propagando essas adaptações de forma hereditária.

Formulou, então, a teoria de que as espécies são capazes de mudanças graduais ao longo do tempo, através de um processo de seleção natural e transmissão hereditária das características mais bem adaptadas ao contexto em que estão inseridas, gerando, assim, espécies diferentes ao longo do tempo. Extrapolando essa ideia, Darwin chegou à conclusão que todo organismo complexo teve origem em sistemas simples, que passaram por sucessivas modificações e adaptações ao longo do tempo.

Os estudos de Darwin geraram uma série de debates ideológicos, principalmente pela parcela dos estudiosos que defendem o criacionismo e a ideia de que a origem da vida não pode ser explicada somente pela teoria da evolução, dependendo também da vontade de um ser superior. Um dos principais argumentos desse grupo de pessoas é baseado na ideia de que alguns sistemas biológicos são irreduzivelmente complexos, contrariando a máxima de Darwin.

Sistemas irreduzivelmente complexos são teoricamente compostos de uma série de partes interdependentes que desempenham funções específicas e necessárias para o funcionamento do conjunto, mas que sozinhas são irrelevantes. Sendo irrelevantes sozinhas, não poderiam ter sido originados através de organismos mais simples, e, portanto, devem ter tido origem superior. Não cabe a nós listar as falácias biológicas desse tipo de argumento, mas sim tentar tirar lições para melhorar nossa seleção de ativos e análise de companhias.

Empiricamente, percebemos que a mesma dinâmica evolutiva de Darwin se aplica a um percentual relevante das empresas que analisamos.

A maioria dos negócios partiu de um sistema simples, ganhando complexidade após uma série de mudanças sucessivas, com a diferença de que não ocorrem de forma aleatória ou não planejada. A ideia da incapacidade de surgimento de sistemas irreduzivelmente complexos também é aplicável ao universo corporativo, salvo algumas exceções setoriais, e ilumina a nossa forma de avaliar a profundidade de certas vantagens competitivas.

Um dos exemplos recentes que melhor ilustra essas duas teses é a XP Investimentos, na nossa opinião, um dos maiores casos de sucesso do mercado financeiro brasileiro. Nasceu como uma estrutura simples, nas mãos de empreendedores com boas ideias e capacidade de aos poucos transformarem um pequeno escritório de agentes autônomos e educadores financeiros no maior protagonista da democratização do mercado financeiro nacional. Ao vermos a história da companhia é difícil não se perguntar como os grandes bancos assistiram passivamente o crescimento de algo tão transformacional. Respondemos essa pergunta lembrando a visão de Darwin: estruturas complexas não nascem “do nada”. A vantagem competitiva que a XP construiu em relação aos bancos foi exatamente o fato de ter nascido simples, evoluindo e passando por diversas etapas de aprendizado, impossíveis de se replicar em pouco tempo. Não foi por falta de recursos ou falta de capacidade, e sim o fato de todas as tentativas

de emular o modelo de negócio terem sido feitas de forma inorgânica, sem o processo de aprendizado e maturação que a formação de algo transformacional exige. Quando ficou claro o caminho para competição, o caráter de rede do negócio já havia aprofundado ainda mais o abismo competitivo, e a solução foi a aquisição da companhia por parte do Itaú.

A falácia da complexidade irreduzível também ilustra bem o porquê tantas empresas estrangeiras fracassam ao entrar no Brasil. Não faltam exemplos de gigantes estrangeiras que geraram pavor nos competidores ao anunciarem a entrada no país, mas que no fim não conseguiram reproduzir o mesmo sucesso, fechando as portas completamente ou estacionando em posições medíocres no mercado.

Wal-Mart entrou no país como a promessa de acabar com as redes de supermercados nacionais. Hoje, quase 25 anos depois, ainda luta para achar seu nicho de mercado, enquanto supermercados nacionais ainda ocupam com folga o topo da tabela de participação de mercado.

Poucos lembram, mas quando o Wal-Mart comprou a rede varejista brasileira Bompreço, com 118 unidades, por cerca de US\$ 300 milhões em 2004, passando a ter 143 unidades no Brasil e 20 mil funcionários, o mercado teve grande convicção de que os varejistas locais iriam sofrer terrivelmente. Wal-Mart era a empresa número 1 da lista da Fortune em 2004, faturando 260 bilhões de dólares com 1 milhão e meio de funcionários no mundo, à frente da Exxon, com faturamento de 213 bilhões e da General Electric, na época com 195 bilhões. Wal-Mart era o maior, melhor e mais poderoso varejista do mundo.

A varejista Zara é apenas um dos muitos exemplos de varejistas estrangeiras que prometeu ritmo de crescimento agressivo quando veio ao país no começo dos anos 2000, mas acabou ficando atrás de varejistas nacionais como Lojas Renner, Riachuelo e Hering.

Hertz, a maior locadora de automóveis do mundo, é mais uma que prometia mudar a dinâmica do setor e que, após anos sem conseguir replicar seu sucesso internacional, acabou tendo sua operação adquirida por uma empresa nacional em 2017.

A maioria das empresas estrangeiras que almejou uma operação brasileira gozava de posições de destaque em seus respectivos mercados. Por isso, negligenciaram todo o processo de aprendizado necessário para se adaptar a um novo mercado. Reiteramos, não há sistema capaz de nascer complexo.

Pela nossa experiência, conseguimos ver que qualquer anúncio de novo entrante estrangeiro é capaz de causar frio na espinha de investidores de companhias nacionais. Porém, quem deixou de comprar ações das empresas nacionais por medo dos “bichos papões” estrangeiros perdeu algumas das maiores “porradas” da bolsa dos últimos 10-15 anos.

Superestimar a capacidade de um grupo estrangeiro de se adaptar ao ambiente de negócios nacional, hostil e inóspito, é apenas um dos exemplos de erros cometidos quando negligenciamos análises mais amplas e priorizamos apenas ferramentas específicas e tradicionais das finanças. Empresas são organismos complexos, formadas por muito mais do que apenas um punhado de linhas nos demonstrativos financeiros. Se formos tentar entender a soma das partes para compreender o todo, com certeza nos perderemos na infinidade de relações que compõe uma companhia listada em bolsa, que vão desde relações interpessoais a até dinâmicas complexas envolvendo outras companhias, mercados e relações governamentais.

Por isso destacamos novamente a lição de Munger e seus modelos mentais, para que possamos utilizar as melhores ferramentas para definir aquilo que realmente importa em nosso universo de investimentos. Obviamente não negligenciamos análises financeiras na seleção de nossos investimentos, porém não podemos depender só delas. Seria um desperdício enorme não utilizar as incontáveis horas gastas por estudiosos na avaliação das

relações entre espécies que dividem um mesmo ambiente, dado que muitos paralelos podem ser traçados com os ambientes competitivos corporativos.

Não sabemos exatamente por qual razão ainda não existe um curso específico de graduação em gestão de recursos em renda variável, dado que existe formação para praticamente qualquer atividade profissional. Seria muito plausível uma formação acadêmica para gestão de fundos. Mas não há. Há sim cursos que tangenciam assuntos que aparecem na atividade, mas não a gestão propriamente dita. Desconfiamos que a razão seja a imensidão da grade curricular necessária. Economia, Contabilidade, Matemática Financeira, Econometria, Administração são apenas a ponta do iceberg de um assunto muito mais profundo.

### **Atribuição de resultados – Alaska Black**

No segundo semestre de 2018, o **Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I** registrou +29,36%, ante +4,10% do IPCA+6% (*benchmark*).

O **Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I** registrou +30,48%, ante 20,79% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de 3,15%.

O **Alaska Black Institucional** registrou +15,04%, ante 20,79% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de 3,15%.

O **Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM** registrou +10,63%, ante 11,77% do Índice IMA-B (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de 3,15%.



	2S18	Desde Início*
Alaska Black FIC	29,36%	344,93%
Ibovespa	20,79%	54,86%
IPCA + 6% a.a.	4,10%	124,77%
CDI	3,15%	95,98%

\*Início em 01/01/2012

	2S18	Desde Início*
Alaska Black FIC II	30,48%	116,72%
Ibovespa	20,79%	42,18%
IPCA + 6% a.a.	4,10%	19,77%
CDI	3,15%	16,90%

\*Início em 03/01/2017

	2S18	Desde Início*
Alaska Black Institucional	15,04%	100,46%
Ibovespa	20,79%	27,28%
IPCA + 6% a.a.	4,10%	18,07%
CDI	3,15%	14,92%

\*Início em 21/02/2017

	2S18	Desde Início*
Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM	10,63%	9,29%
IMA-B	11,77%	8,08%
Ibovespa	20,79%	3,95%
IPCA + 6% a.a.	4,10%	6,82%
CDI	3,15%	4,19%

\*Início em 02/05/2018

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

Estratégia	2S18
Hedge/Macro	16,08%
Consumo	9,79%
Óleo e Gás	4,12%
Transporte	3,68%
Shopping Malls	1,54%
Indústria	1,22%
Caixa	0,85%
Tecnologia	0,81%
Mineração	0,54%
Utilities	0,43%
Arbitragem	0,16%

Real Estate	0,06%
Aço	0,01%
Custos*	-0,10%
Petroquímico	-1,20%
Educação	-1,29%
Papel e Celulose	-1,75%
<b>Total</b>	<b>34,94%</b>

\*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 2º semestre de 2018 com as seguintes características:

1. **Investimentos e Desinvestimentos:** Ao fim do segundo semestre de 2018, o fundo era composto por vinte ações. No segundo semestre houve a saída de uma empresa do setor de papel e celulose e a entrada de uma do setor de consumo.
2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do fundo no final do segundo semestre de 2018 era de 22,24%. No primeiro semestre de 2018 o fundo estava com uma taxa de retorno de 23,16%.
3. **Proventos:** No segundo semestre de 2018, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 0,60% do patrimônio no final do período.
4. **Outras Receitas:** O fundo teve um resultado positivo de 17,09% 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 segundo 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) e também aumento dos múltiplos das empresas investidas pela valorização das ações.

R\$ Mil	29/12/2017	31/12/2018	Varição
Receita Líquida	705,02	<b>1.471,39</b>	<b>108,70%</b>
Lucro Líquido	41,02	<b>81,03</b>	<b>97,52%</b>

% do PL do fundo	29/12/2017	31/12/2018	Varição
Receita Líquida	94,43%	<b>69,99%</b>	<b>-25,88%</b>
Lucro Líquido	5,49%	<b>3,85%</b>	<b>-29,85%</b>

### Alaska Range

No segundo semestre de 2018, o fundo apresentou 7,64% de ganhos contra um CDI de 3,15%. Mesmo sendo um período de grandes oscilações nos ativos locais, principalmente por conta das eleições, o fundo não alterou sua tese principal de um cenário construtivo para o Brasil nos próximos anos. À medida que as incertezas das eleições diminuam, foi possível aumentar nossas posições alinhadas com esse viés favorável ao país.

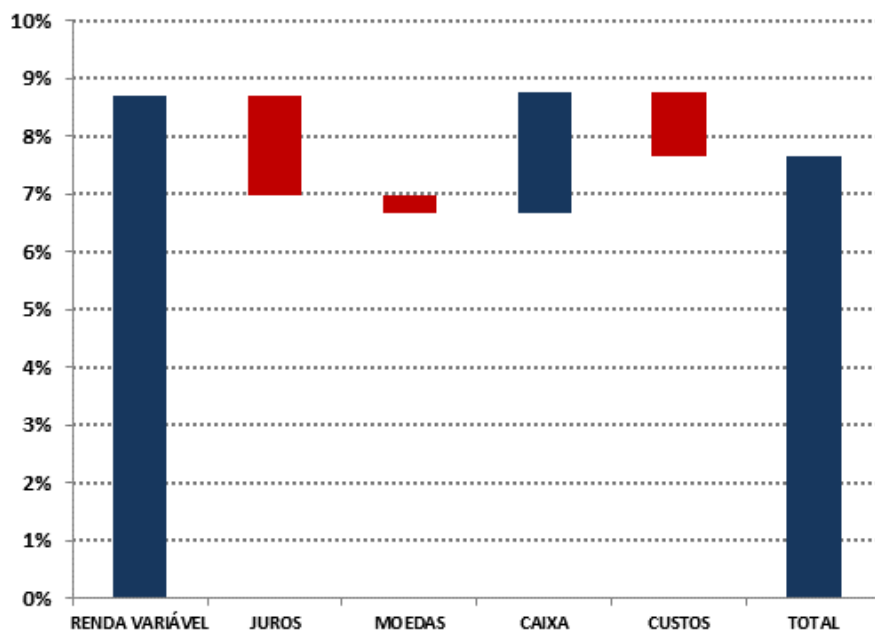
Parte deste resultado favorável do fundo deve-se aos níveis depreciados que se encontravam os ativos locais no final do primeiro semestre, resultado principalmente da greve dos caminhoneiros. Outro fator importante que pesou no bom desempenho nesse período foi o resultado das eleições, que foi

muito bem visto pelo mercado, principalmente a renovação do legislativo federal.

A combinação desses dois fatores, nível depreciado dos ativos e otimismo com o resultado das eleições, resultou numa forte apreciação do Ibovespa (+20,79%) e queda generalizada das taxas na curva de juros futuros. Entre as principais classes de ativos locais, apenas o câmbio não teve um bom desempenho. Depois de grandes variações no período, fechou o semestre praticamente estável.

A renda variável acabou sendo a principal fonte de ganhos do fundo no semestre. Além dos ganhos direcionais, o fundo também se beneficiou do desempenho superior de sua carteira de ações contra o Ibovespa e da posição vendida em S&P 500, hedge de nossas posições construtivas para o Brasil.

#### Performance Acumulada



## Mercados

Como mencionado acima, as eleições foram a principal fonte de preocupações no segundo semestre de 2018. Diversos foram os motivos: primeiro, a liderança de Lula nas pesquisas eleitorais até ter sua candidatura impugnada pelo STF. Após isso, a herança dos votos de Lula para Haddad e a liderança de Ciro Gomes nas simulações de segundo turno representaram outros grandes motivos de apreensão. Ao mesmo tempo, o candidato favorito do mercado, Geraldo Alckmin, apresentava desempenho frustrante nas pesquisas, mesmo com o maior tempo de TV na propaganda eleitoral.

Jair Bolsonaro, que até então liderava as intenções de votos no primeiro turno, era visto pelo *establishment* como alguém incapaz de conduzir o país. A falta de recursos e de tempo televisivo em sua campanha era o principal argumento dos analistas políticos para a sua inevitável queda nas pesquisas.

Quando o candidato Jair Bolsonaro sofreu um atentado em Juiz de Fora (MG) durante campanha eleitoral, ganhou tração nas pesquisas mesmo ausente dos principais debates. Chegou-se a acreditar em sua vitória ainda no primeiro turno, o que não ocorreu. No entanto, Bolsonaro foi vitorioso com larga vantagem sobre o candidato do PT, Fernando Haddad, e a renovação do legislativo foi surpreendentemente alta. O PSL elegeu 52 deputados federais e conseguiu a segunda maior bancada da Câmara dos Deputados Federais. No Senado, foram 4 os eleitos pelo mesmo partido. No segundo turno, o cenário esperado se consolidou e Jair Bolsonaro foi eleito Presidente.

Os ativos locais ficaram de lado até a definição das eleições no segundo turno. Após a vitória de Jair Bolsonaro no final de outubro, o ambiente externo tomou a cena. Os mercados sofreram uma grande realização após divulgação de dados econômicos dos Estados Unidos, que indicavam redução do ritmo de crescimento da sua economia. Contribuíram também para o cenário de queda a inversão da curva de juros americana e o curso do ciclo de alta dos juros americanos pelo FED.

Mesmo após essas sequências de eventos, os ativos locais tiveram um bom desempenho na segunda metade de 2018. O Ibovespa, como já mencionado, teve uma expressiva valorização de mais de 20% no período. Parte dessa alta é devida ao nível depreciado em que se encontravam os ativos.

No mercado de juros, as taxas cederam continuamente depois de atingir stress máximo na primeira quinzena de setembro, quando Lula era ainda era líder nas pesquisas eleitorais. Divulgações de índices de inflação mais brandos e o resultado do processo eleitoral contribuíram para a queda dos juros.

O câmbio, mesmo após ter se desvalorizado mais de 19% no primeiro semestre, teve fôlego para uma desvalorização adicional de 8% até as eleições. Esse ativo, que é tido como melhor instrumento para hedge de posições locais, fechou o segundo semestre praticamente estável por conta da valorização que apresentou após as eleições.

Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management.