

ALASKA

ASSET MANAGEMENT

CARTA SEMESTRAL

2º Semestre de 2019

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. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento dos fundos de investimento antes de aplicar seus recursos. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégia de investimento por parte dos leitores.



“Built to last”

Terminamos o ano de 2019 com alguns paradigmas importantes esboçados. A ideia de utilizar a renda fixa como forma de obtenção de retornos reais consistentes foi enterrada no Brasil, o investidor brasileiro iniciou o processo de “reabilitação” do vício de investir em CDI. Isso abre uma oportunidade valiosíssima pela frente; poderemos fazer parte da construção de um ambiente de investimentos que estimule o empreendedorismo e alocação de recursos em ativos produtivos, sejam eles listados em bolsa ou não. Porém, assim como em qualquer processo de reabilitação, haverá bastante desconforto por parte daqueles abstinentes da época de CDI “gordo”. Sabendo disso, temos a obrigação de intensificar os esforços de educação financeira para que a transição dessa nova leva de investidores tenha a menor quantidade de traumas possível.

Antes de mais nada a pergunta é: estamos preparados para nova realidade do mercado?

O principal conceito que devemos aceitar para lidarmos com essa nova realidade de investimentos é: **CDI NÃO É INVESTIMENTO E NÃO É FEITO PARA CONSTRUIR RIQUEZA**. Assim como a taxa livre de risco nos EUA, no Japão, na Suíça não constroem riqueza, temos que nos acostumar com o CDI na mesma direção. O escopo ideal de uma taxa livre de risco é somente preservar o poder de compra de um determinado estoque de dinheiro e não de fornecer ganhos reais consistentes com muito pouco risco. Um país que sustenta taxas de juros demasiadamente altas, como foi nosso caso de 1994 até poucos anos atrás, acaba arruinando o ambiente de empreendedorismo, inovação e produtividade. Cria-se também uma força inercial para concentração de riqueza, uma vez que o patrimônio de quem já é rico acumula ganhos reais sem a necessidade de ser alocado em bens produtivos. Ao mesmo tempo, os juros elevados representam uma barreira considerável para o empreendedorismo. Nos próximos anos, devemos esperar uma dinâmica diferente, uma vez que a criação de patrimônio ocorrerá com investimentos em bens produtivos.

Quando o assunto é construção de riqueza, nosso maior mentor e sócio, Luiz Alves Paes de Barros, é sempre uma boa fonte de sabedoria. Para ele, a melhor forma de alocação de capital com finalidade de **construção de patrimônio** é o mercado de ações, porque oferece uma combinação única de retornos expressivos obtidos por empreendedores com uma liquidez comparável à da renda fixa. Essas características do mercado acionário permitem tomadas de decisão ágeis. Há também o bônus de não termos que trabalhar diretamente na empresa para usufruir dos lucros e valorização do ativo. Mesmo assim, muitas pessoas relutam em investir parte de seus patrimônios em ações. Quando perguntamos o motivo, frequentemente escutamos que a variação dos preços e a volatilidade assustam, exatamente os fatores que tornam, em nossa opinião, essa classe de ativos bem mais atrativa. É um problema conceitual, dado que ainda há muita confusão entre o que é **investimento** e o que é especulação com ativos financeiros.

Realizar um **investimento** em ações nos torna sócios de uma empresa. Por conta disso, o processo de decisão não deveria ser diferente daquele que utilizaríamos para investir em empreendimentos de capital fechado, como uma padaria, oficina, fazenda ou restaurante por exemplo. Extrapolando esse conceito, chegamos à conclusão de que uma carteira diversificada de ações deve ser tratada como uma *holding* de bens produtivos, geradores de caixa, de renda. É exatamente assim que fazemos na Alaska. Dessa ótica, derivamos um processo de investimento que leva em conta fatores relevantes apenas aos negócios que estamos avaliando. Para nós, o mercado organizado (bolsa) traz apenas vantagens, se ele acabasse amanhã, continuaríamos nossa rotina de avaliação de empresas sem precisar mudar nosso dia-a-dia. As empresas que estamos analisando continuariam ali, com suas operações rodando normalmente, vendendo produtos, serviços e apurando lucros. Continuaríamos acompanhando de perto sua performance operacional. Nada, absolutamente nada que se refere à criação de valor da empresa mudaria se a companhia não fosse listada. Na Alaska, continuaríamos aumentando e diminuindo participações acionárias, com exatamente a mesma filosofia de investimentos, mesmo se não existissem as ações em negociação na bolsa. A única mudança seria o aumento da burocracia de nossos movimentos. Teríamos que chegar num acordo na negociação de compra ou venda de participação acionária com a contraparte, processo

desgastante que poderia durar muito tempo. Após acordado o preço, realizaríamos as transferências do dinheiro e das propriedades das ações via bancos e cartórios. A filosofia de investimentos não mudaria.

O que realmente importa?

Antes de fazer qualquer tipo de conta com os indicadores financeiros de uma empresa, temos que decidir qual o retorno que devemos exigir dela para que seja uma opção atrativa de investimento. Essa é a etapa menos exata do processo, uma vez que tentamos quantificar diversos fatores intangíveis ou que não são facilmente representados nos modelos financeiros que fazemos nas outras etapas da avaliação. Também é o momento que cada investidor deve definir e ponderar quais são as SUAS prioridades ao avaliar um negócio, afinal, não existe um processo de investimento definitivo. O que consideramos importante pode não ser relevante ou até mesmo não estar dentro do círculo de competências de outro perfil de investidor. Sabemos o quanto é tentador (e prático) criar uma ‘bala de prata’ que funcione para todo tipo de investidor. Simplificações e generalizações apenas propagandeiam quem busca ganhar a vida fazendo papel de guru (algo que vemos aparecer cada vez mais por aí).

Cada item do nosso processo de análise conta com critérios de avaliação bem definidos e classificados numa escala simples, com níveis facilmente diferenciáveis. Escalas demasiadamente complexas só aumentam a subjetividade do processo e dificultam a isonomia de avaliação entre as várias pessoas que podem vir a utilizá-lo. Dentre os critérios que analisamos, estão: mercado de atuação de cada companhia, competição, ambiente regulatório, características específicas de demanda, retornos sobre capital e existência (ou não) de vantagens competitivas. Por último, a parte mais importante, **quem são as pessoas por trás daquele negócio**. A maior parte do retorno que requeremos de uma companhia é definida pela nossa visão sobre os executivos, controladores e todos aqueles que estão de alguma maneira envolvidos no negócio. Afinal, estamos analisando se **seremos sócios ou não dessas pessoas**.

Sabemos do poder que boas pessoas têm em transformar negócios ruins em excelentes, e são inúmeros também os exemplos onde pessoas contribuíram com o fracasso de negócios até então lucrativos. Times que merecem nota máxima neste quesito em nosso processo de investimento são aqueles que constituem uma força de trabalho capaz de agir de forma uníssona em torno de uma mesma meta; cada profissional funciona como uma extensão do outro. Por trás deste nível de coordenação e alinhamento, quase sempre está uma cultura corporativa forte, que dá as diretrizes de trabalho para cada profissional e os motiva com um propósito maior, e não somente a promessa de resultado financeiro. Todos remam na mesma direção naturalmente. Por conta disso, são pouquíssimas as empresas que merecem nota máxima, um mérito reservado somente para times que se provam realmente excepcionais. “Em nosso processo de investimento, a cultura empresarial é o item mais relevante. Ela pode ser o maior diferencial competitivo da empresa, a origem da criação de valor de longo prazo. E a grande dificuldade não é identificá-la, mas sim ter a disciplina e a paciência para se evitar companhias com culturas ruins, por mais "baratas" que estejam parecendo aos olhos da contabilidade, e dar o devido tempo para que as empresas com boas culturas colham seus frutos.” (citação da carta do 1º Trimestre de 2015 – Alaska Asset Management).

Esta primeira fase da análise nos dá uma boa ideia sobre a empresa que avaliamos investir; já conseguimos quantificar o retorno mínimo que devemos exigir dela como possível investimento. A próxima etapa consiste na avaliação dos fluxos de caixa futuros da companhia através da modelagem financeira, por meio da qual chegaremos na taxa interna de retorno implícita ao preço atual da companhia. Porém, antes de seguir para um exemplo do processo na prática, gostaríamos de dar um passo para trás e discorrer de forma mais detalhada sobre a importância de escolher ser sócios das pessoas certas antes de encarar qualquer tipo de empreitada.

Um pouco de história: Alaska

Achamos praticamente impossível discorrer sobre o poder das pessoas certas unidas por um propósito maior sem lembrar da nossa própria experiência nestes 4 anos e meio de gestora. Em 2015, o ambiente de investimentos era

radicalmente diferente do atual; juros de dois dígitos, governo com escândalos acumulados e um ambiente de incerteza que tornava o investimento em bolsa “coisa de maluco”, já que muitos acreditavam que caminhávamos a passos largos para um dólar a 5 reais e uma tragédia econômica inspirada na Venezuela. Felizmente, tínhamos um grupo de “loucos” que enxergaram a oportunidade ali presente e se juntaram com o propósito de criar uma gestora que fosse, acima de tudo, independente, com fundos moldados por nós e para nós. Nada disso seria possível sem o apoio irrestrito da Angela Freitas e do Luiz Alves, nossos dois sócios mais importantes. Foram eles que realmente compraram a ideia de montar um fundo fora dos padrões da indústria, sem o compromisso de ser “vendável”. Estávamos movidos apenas pela nossa convicção de que nos aproximávamos de um “*low*” de ciclo conforme já dizíamos em nossa carta do 3º trimestre de 2015.

Tínhamos um propósito claro e um grupo de sócios excepcional, mas não imaginávamos o caminho que o ano de 2016 abriria para nós. A independência de pensamentos trouxe bons retornos para a carteira e estes, por sua vez, chamaram a atenção de alguns cotistas “do varejo”, que começaram a investir conosco através da plataforma da XP Investimentos, nossa primeira grande parceira. O varejo até então era um segmento em que nossos sócios não possuíam experiência; era visto por muitos como uma modalidade de clientes ruim para um fundo de longo prazo por serem “instáveis” e não gostarem de volatilidade. Felizmente, contamos também com o apoio de pessoas como Luciana Seabra e Felipe Miranda, além de todo o time da Empiricus, que nos incentivaram fortemente a entrar de cabeça nesse segmento, nos convencendo inclusive a abrir um veículo direcionado ao público geral, o Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I.

Os meses seguintes foram verdadeiros testes para a gestora. Em 2017, no primeiro grande revés, percebemos que a escolha de atender o varejo era a melhor possível. Passamos por uma das piores rentabilidades diárias do mercado (-28%, no “Joesleyday”) e nossa base de parceiros não nos abandonou. Ao contrário, tivemos entrada de 1 mil novos investidores nos 30 dias que sucederam o evento, além do apoio incondicional de todas as instituições parceiras que distribuíam nossos produtos. Foi um teste para

todos, nossos sócios, nossos parceiros institucionais, nossos cotistas, e, sem exceção, todos gabaritaram. A volatilidade, algo que antes “assustava o varejo”, se tornou marca registrada da gestora, não faltaram momentos tensos durante 2018, como a difícil greve dos caminhoneiros e o incerto período eleitoral. Foram momentos que fortaleceram a relação entre todos próximos à gestora e que também coroaram nossa decisão de nos dedicar ao investidor de varejo. Retribuímos a confiança com esforços para termos o maior nível de transparência e presença possível, independentemente do momento da cota do fundo.

Éramos 30 em 2016, 700 em 2017, 35 mil em 2018 e, no fim de 2019, chegamos a mais de 180 mil investidores, ou melhor, sócios. Para os próximos anos queremos mais do mesmo, além de retornos expressivos no longo prazo, desejamos aumentar cada vez mais nossa capilaridade e atingir o maior número possível de pessoas com informações sobre o mercado de renda variável, pois sabemos que o futuro da indústria será muito melhor se fizermos nossa parte para ajudar. Queremos usar essa oportunidade para agradecer o apoio de todos que fazem parte de nossa história.

De volta ao processo...

A melhor forma de ilustrar o trabalho realizado pelos analistas da Alaska é através de um exemplo teórico. Imaginem que, para fins de diversificação de linhas de negócio, a Alaska comece a avaliar um investimento em um restaurante. Podemos investir em um estabelecimento já existente ou abrir um “do zero”. Primeiramente, precisaríamos descobrir quanto de retorno devemos requerer de um empreendimento desse tipo para que faça sentido financeiro. Para isso, nada melhor que aplicarmos a metodologia que já usamos para as ações da Bolsa.

O primeiro tópico que analisamos é a rentabilidade esperada sobre o capital investido do empreendimento em questão. Por ser uma métrica quantitativa, a análise é direta: quanto maior for o retorno sobre o capital investido, maior nossa percepção de qualidade. A seguir, temos que analisar quão resilientes são esses resultados e se devemos esperar um comportamento cíclico ou não desse tipo de empreendimento. Não fazemos juízo de valor sobre a

ciclicidade do modelo de negócios, desde que possamos entender os fatores causadores. Julgamos como melhores os negócios que tendem a ser mais resilientes em momentos de contração da economia. O setor de restaurantes mostra uma sensibilidade de resultados a métricas de renda disponível, ou seja, sofre mais nas crises. No entanto, estabelecimentos com marcas mais estabelecidas tendem a passar mais suavemente por esses momentos. Daí, já se conclui alguns fatores de risco: marca - quanto mais estabelecida, melhor (vide nossa carta do 4º trimestre de 2014); retorno sobre o capital investido - quanto maior, melhor; resiliência (discutida na nossa carta do 1º semestre de 2017) dos resultados - quanto maior, melhor. Conforme avançamos nos estudos e nos aprofundamos nas características do negócio, construímos nossa percepção do risco envolvido na empreitada.

O próximo item diz respeito ao ambiente de negócios que o empreendimento em questão está inserido. Avaliamos desde o ambiente regulatório, tecnológico até a possibilidade de mudanças estruturais no modelo de negócio. No nosso exemplo, a análise é bem simples: restaurantes existem há milhares de anos e, mesmo com o advento dos aplicativos de entrega, fast-food e outras inovações, continuarão existindo. Em nossa escala de notas, quanto menos propenso a mudanças um determinado mercado é, melhor. Empresas de tecnologia tendem a ter uma avaliação baixa nesse quesito, pela necessidade constante de investimentos a fim de evitar a obsolescência tecnológica. Estatais também são penalizadas por motivos semelhantes, já que são passíveis de mudanças regulatórias (vide empresas elétricas em 2012).

Na sequência, analisamos se existem (e quais são) as barreiras de entrada no setor. Consideramos a ausência delas um fator negativo, já que a qualquer momento podem aparecer novos concorrentes. O segmento de restaurantes possui pouquíssimas barreiras de entrada, requer relativamente pouco dinheiro para investimento inicial. Dessa maneira, há uma rotatividade grande no setor. Nos deparamos com esse fenômeno todos os dias ao andarmos pelo Itaim Bibi (bairro da zona sul de São Paulo/SP), onde dezenas de novos empreendimentos são inaugurados e fechados corriqueiramente. Portanto, nossa ideia de negócio teria uma nota ruim no quesito barreira de entrada.

Deixamos por último o fator mais importante de todos: quem são as pessoas por trás do empreendimento? Teremos sócios? Quem serão eles? Quais suas experiências no setor? Já tiveram outros sócios antes? Quem irá ser responsável pela operação do restaurante? E o cozinheiro, tem experiência prévia? Qual a formação de sua equipe? Todas essas perguntas valem muito mais que todos os tópicos que discutimos anteriormente. Assim, irão definir a maior parte do retorno requerido para o investimento no estabelecimento. Como já deixamos claro antes, um time coeso, consistente e com propósito claro é capaz de superar expectativas, de criar linhas de negócios e de provocar excelentes surpresas.

Todas as análises servem para nos dar uma base consistente sobre o empreendimento específico, bem como do seu setor, concorrentes, ambiente regulatório etc. Com isso, conseguimos finalmente definir qual o **prêmio** sobre uma taxa livre de risco que iremos requerer para investir nesse empreendimento. O próximo passo é saber qual a taxa de retorno que está **implícita** (TIR) nesse empreendimento através de nossas projeções de fluxos de caixa.

Tomamos como exemplo um restaurante, mas qualquer negócio gerador (ou não) de caixa pode ser enxergado como um *bond* (título de dívida) que paga cupons ou juros periódicos (mensais, semestrais, anuais...). A lógica é sempre a mesma. Todo investimento do ponto de vista fundamentalista está sujeito às mesmas leis da matemática financeira: quanto se paga em relação a quanto se recebe. O que conecta pagamentos e recebimentos de um determinado fluxo de caixa ao longo do tempo é a taxa interna de retorno (TIR). Pagar menos, receber mais ou receber antes aumentam a TIR, isso é bom, o oposto é ruim. O fluxo de caixa será calculado após concluídas as estimativas de suas receitas, custos, capital de giro, investimentos, perspectivas de crescimento, endividamento, dentre muitos outros fatores. Conceitualmente, é um fluxo de caixa, ou cupom, como vemos em vários instrumentos financeiros.

Em resumo, nosso principal critério de seleção é simples: dado o preço de um investimento e sua geração de caixa futura, procuramos entender qual a

taxa interna de retorno sobre o capital alocado. Quem está acostumado com modelos de fluxo de caixa descontado, sabe que queremos descobrir a taxa de desconto que, se usada no modelo matemático, iguala o valor presente do fluxo de caixa futuro ao custo de um investimento.

Até agora, tudo isso é apenas teoria, Excel, estimativa futura. Teria valor nulo se os resultados na prática não confirmassem o que esperamos. A teoria tem que ter relevância e aplicabilidade no mundo real. Como a TIR tem se comportado na prática? Vamos constatar.

Embora calculássemos a TIR de todas as empresas do fundo desde 1/1/2012, só passamos a registrar diariamente a partir de 21/08/2012. Até 10/01/2020, o Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I teve um retorno total de 432,40%, o que resulta em um retorno anualizado de 25,39% ao ano.

A TIR média diária do Alaska Black desde 21/08/2012 é de 22,01%, calculada ponderando as TIRs de cada ação do portfólio por suas respectivas exposições. Em prazos muito curtos, a performance do fundo e a média da TIR da alocação de capital podem divergir. Entretanto, em prazos mais longos, a performance do fundo anualizada e a média da TIR esperada DEVEM CONVERGIR. Se não convergirem para valores próximos, há erros nas estimativas de fluxo de caixa. Alguém que sempre investe com TIR esperada de mais de 25% e acaba com um portfólio com retorno muito inferior a isso, está cometendo erros em alguma parte de seu processo.

Esse acompanhamento da TIR do portfólio e da performance subsequente serve como autodisciplina. Não enxergamos nosso portfólio como um amontado de papéis com retornos aleatórios, mas como fatias patrimoniais de companhias que nos dão direito a uma fração do fluxo de caixa da empresa. Enxergamos as ações como "*bonds* de cupom variáveis". Assim como *bonds*, as empresas possuem "*yield to maturity*" (TIR) e "*duration*" (sensibilidade às mudanças na taxa de desconto). A grande e principal diferença é que as companhias são ativos vivos que se adaptam, evoluem e mudam. Esse dinamismo requer muita atenção e estudos!

A fim de mostrar a natureza oposta entre a TIR e o preço, deixamos o gráfico de retorno acumulado do Alaska Black em paralelo com a sua TIR diária. A data de início é 21/08/2012, TIR e retorno deveriam ter comportamento contrário, como num *bond* (NTN-F 2023, preço *versus* *yield*). Preço e *Yield* (TIR) andam espelhadamente.

Gráfico da cota do Alaska Black versus a TIR do fundo desde 21/08/2012:

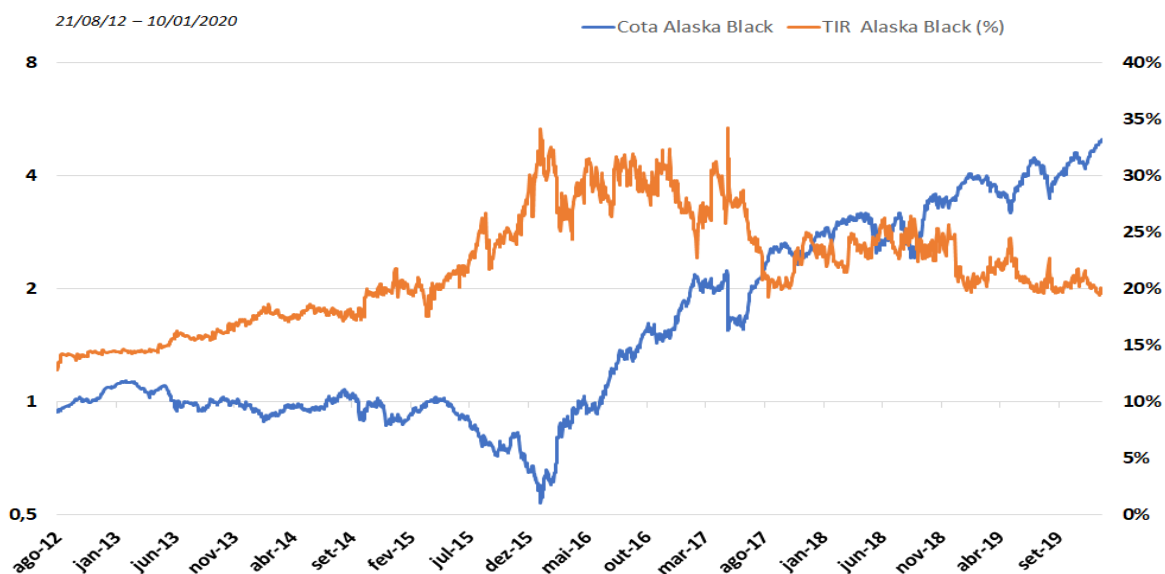
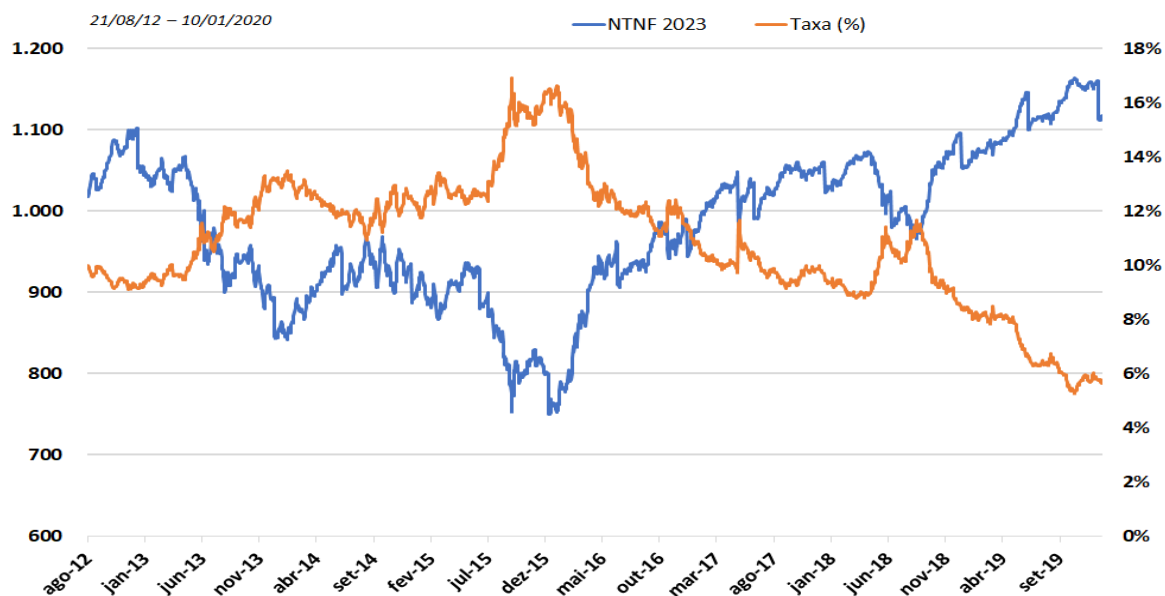


Gráfico do Yield vs Preço Unitário (PU) da NTN-F 2023 desde 21/08/2012:



Assim como com os *bonds*, quanto maior a taxa interna de retorno implícita (quanto maior o *yield*), maior o retorno no período subsequente. Isso fica evidente no final de 2015 e início de 2016, quando tivemos TIRs da ordem de 35% no Alaska Black. Hoje, nossa TIR é de 19,67%, ainda elevada. A intenção com esse acompanhamento é não ficar míope. A TIR de hoje nos dá uma excelente pista de como será o retorno futuro. Sendo assim, preço baixo é evidentemente um ponto de partida de retornos altos no futuro - e vice-versa. Uma TIR baixa segue a lógica inversa e é, portanto, ruim.

Outra análise interessante é a sensibilidade da TIR implícita com a valorização e desvalorização do portfólio. Normalmente, a sensibilidade do nosso portfólio é de aproximadamente 8 vezes. Para cada 8% que a cota cai ou sobe, a TIR sobe ou desce 1%. Cota cai, TIR sobe. Cota sobe, TIR cai.

A TIR do Black ficava ao redor de 14% em meados de 2012, o que representava naquele ano um prêmio de 3 a 4% sobre a taxa de juros pré-fixada de 10 anos. Hoje, a TIR de 19,67% representa um prêmio de aproximadamente 13% sobre taxa de juros brasileira de 10 anos. Para o Black voltar a ter uma TIR de 14%, as ações da carteira precisariam subir neste exato momento aproximadamente 40% ($5\% \times 8$ de *duration*). Note que esse valor é apenas uma estimativa, pois o *duration* do fundo não muda linearmente com a queda da TIR (convexidade da curva de *duration*).

Cada investidor deve julgar qual metodologia funciona melhor para si mesmo, seja o cálculo de TIR, de *upside*, de *target*, de múltiplo de saída ou qualquer outra métrica de avaliação e monitoramento. Para nós, acompanhar a taxa interna de retorno implícita é o ideal.

E o mercado?

Até agora o mercado ficou de fora da nossa discussão sobre processo de investimento, por um motivo simples: para nós ele deve ser visto apenas como um balcão de negócios, com a vantagem de termos disponíveis preços que variam diariamente para cima ou para baixo. Ao reunir tempo, independência (de verdade) e uma carteira diversificada de ativos, conseguimos tirar proveito de boa parte das oscilações de mercado, sejam

elas positivas ou negativas. O ano de 2019 é um excelente exemplo. Ao mesmo tempo que a bolsa (Ibovespa) subiu 31,58%, tivemos ativos em nossa carteira com quase 50% de queda e outros com desempenho muito melhor que o índice. Como nosso processo de investimento busca maximizar a TIR do fundo, somos “obrigados” a vender um pouco daquilo que subiu e comprar mais daquilo que caiu, uma vez que suas TIRs caminharam em direções opostas. É a maneira que encontramos de tornar mais fácil nossa relação com o mercado. Se caiu, compramos, pois as TIRs aumentaram, se subiu, rebalanceamos a carteira em busca de TIRs maiores. Um bom processo de investimento é aquele que nos afasta das emoções do mercado e as traduz em instruções claras a serem seguidas. O mercado existe para tirarmos proveito dele, não o contrário.

Atribuição de resultados – Alaska Black

No segundo semestre de 2019, o **Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I** registrou +19,30%, ante +5,15% do IPCA + 6% a.a. (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +2,81%.

O **Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I** registrou +21,34%, ante +14,54% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +2,81%.

O **Alaska Black Institucional** registrou +25,03%, ante +14,54% do Índice Ibovespa (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +2,81%.

O **Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM** registrou +14,40%, ante +6,72% do Índice IMA-B (*benchmark*). O CDI acumulado do período foi de +2,81%.

| | 2S19 | Desde Início* |
|------------------|--------|---------------|
| Alaska Black FIC | 19,30% | 507,25% |
| Ibovespa | 14,54% | 103,77% |
| IPCA + 6% a.a. | 5,15% | 148,90% |
| CDI | 2,81% | 107,68% |

*Início em 29/12/2011

| | 2S19 | Desde Início* |
|---------------------|--------|---------------|
| Alaska Black FIC II | 21,34% | 205,44% |
| Ibovespa | 14,54% | 87,09% |
| IPCA + 6% a.a. | 5,15% | 32,45% |
| CDI | 2,81% | 23,87% |

*Início em 03/01/2017

| | 2S19 | Desde Início* |
|----------------------------|--------|---------------|
| Alaska Black Institucional | 25,03% | 162,85% |
| Ibovespa | 14,54% | 67,48% |
| IPCA + 6% a.a. | 5,15% | 30,57% |
| CDI | 2,81% | 21,78% |

*Início em 21/02/2017

| | 2S19 | Desde Início* |
|------------------------------------|--------|---------------|
| Alaska 70 Icatu Previdenciário FIM | 14,40% | 29,80% |
| IMA-B | 6,72% | 32,89% |
| Ibovespa | 14,54% | 36,78% |
| IPCA + 6% a.a. | 5,15% | 18,14% |
| CDI | 2,81% | 10,41% |

*Início em 02/05/2018

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

| Estratégia | 2S19 |
|-----------------------|--------|
| Consumo | 11,00% |
| Transporte | 5,73% |
| Papel e Celulose | 3,69% |
| <i>Shopping Malls</i> | 3,34% |
| Indústria | 0,86% |
| Educação | 0,79% |
| Caixa | 0,51% |
| Óleo e Gás | 0,51% |
| Tecnologia | 0,37% |
| <i>Real Estate</i> | 0,31% |
| Mineração | 0,16% |
| Aço | 0,04% |
| <i>Utilities</i> | 0,00% |
| Arbitragem | -0,03% |
| Custo | -0,11% |

| | |
|--------------------|---------------|
| <i>Hedge/Macro</i> | -1,48% |
| Petroquímico | -1,53% |
| Total | 24,16% |

*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 2019 com as seguintes características:

1. **Investimentos e Desinvestimentos:** Ao fim do primeiro semestre de 2019, o fundo era composto por vinte ações. Houve a saída de uma empresa do setor de Óleo e Gás, a entrada de dois papéis de Indústria e a fusão de duas empresas de *Shopping Malls*.
2. **TIR:** A taxa interna de retorno esperada do fundo no final do segundo semestre de 2019 era de 19,67%. No primeiro semestre de 2019 o fundo estava com uma taxa de retorno de 20,54%.
3. **Proventos:** No segundo semestre de 2019, o fundo recebeu em proventos (dividendos e JCP – juros sobre capital próprio) 0,63% do patrimônio médio do ano de 2019.
4. **Outras Receitas:** O fundo teve um resultado de -1,12% em outras receitas/despesas como aluguel de ações, operações de Arbitragem/Hedge/Macro e remuneração sobre o caixa no período.

Enxergamos o fundo Alaska Black 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 2019 com a carteira que tínhamos um ano atrás. Os aumentos absolutos de receita e lucro são consequências 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 expansão dos múltiplos das empresas investidas pela valorização das ações. A margem líquida (Lucro líquido/Receita Líquida) da “holding Black” saiu de 5,41% no final de 2018 para 5,06% no final do segundo semestre de 2019.

| R\$ Mil | 31/12/2018 | 31/12/2019 | Varição |
|-----------------|------------|-----------------|---------------|
| Receita Líquida | 1.684,51 | 2.809,00 | 66,75% |
| Lucro Líquido | 91,21 | 142,16 | 55,87% |

| % do PL do fundo | 31/12/2018 | 31/12/2019 | Varição |
|------------------|------------|---------------|----------------|
| Receita Líquida | 80,12% | 63,11% | -21,24% |
| Lucro Líquido | 4,34% | 3,19% | -26,38% |

Mercados

Os ativos de risco tiveram um bom desempenho de maneira geral no segundo semestre de 2019, com destaque para as bolsas americanas e o Ibovespa, que atingiram novas máximas históricas. Apesar da guerra comercial entre EUA e China, assim como no primeiro semestre, continuar a afetar os preços nos mercados globais, os ativos reagiram bem aos estímulos adotados pelos principais bancos centrais do mundo, como corte de taxas e expansão de seus balanços. Esses estímulos foram necessários, pois um dos efeitos colaterais da guerra comercial foi a desaceleração da atividade econômica global, principalmente no setor de manufatura na Europa.

Depois de muitos avanços e retrocessos nas conversas entre EUA e China, a chance de um acordo parcial (Fase 1) passou a ser cada vez mais concreta. Aliado a isso, as políticas monetárias adotadas pelos bancos centrais resultaram em uma estabilização da atividade global, que por sua vez impactou positivamente os preços dos ativos de risco ao final do semestre.

No ambiente doméstico, além da guerra comercial, outros dois temas locais tomaram a atenção dos participantes do mercado, sendo que um estava condicionado ao outro: o avanço na tramitação da reforma da previdência e a postura do Banco Central quanto a um novo ciclo de corte na Selic.

Apesar do caráter benigno dos índices de inflação e as expectativas estarem ancoradas, o Banco Central condicionava o início de cortes na taxa básica de juros a avanços concretos na tramitação da reforma da previdência, e isso ocorreu pouco antes do Congresso entrar em recesso; a reforma da previdência foi aprovada em primeiro turno na Câmara com uma votação amplamente favorável e acima das expectativas, além de o texto base estimar uma economia substancial para o governo nos próximos dez anos.

Esse foi o gatilho necessário para o Banco Central dar início ao ciclo de corte na Selic que perdurou durante todo o semestre. A queda nas taxas de juros, junto com uma recuperação econômica local, mesmo que gradual, foram os principais fatores para a valorização de mais de 14% do Ibovespa no semestre.

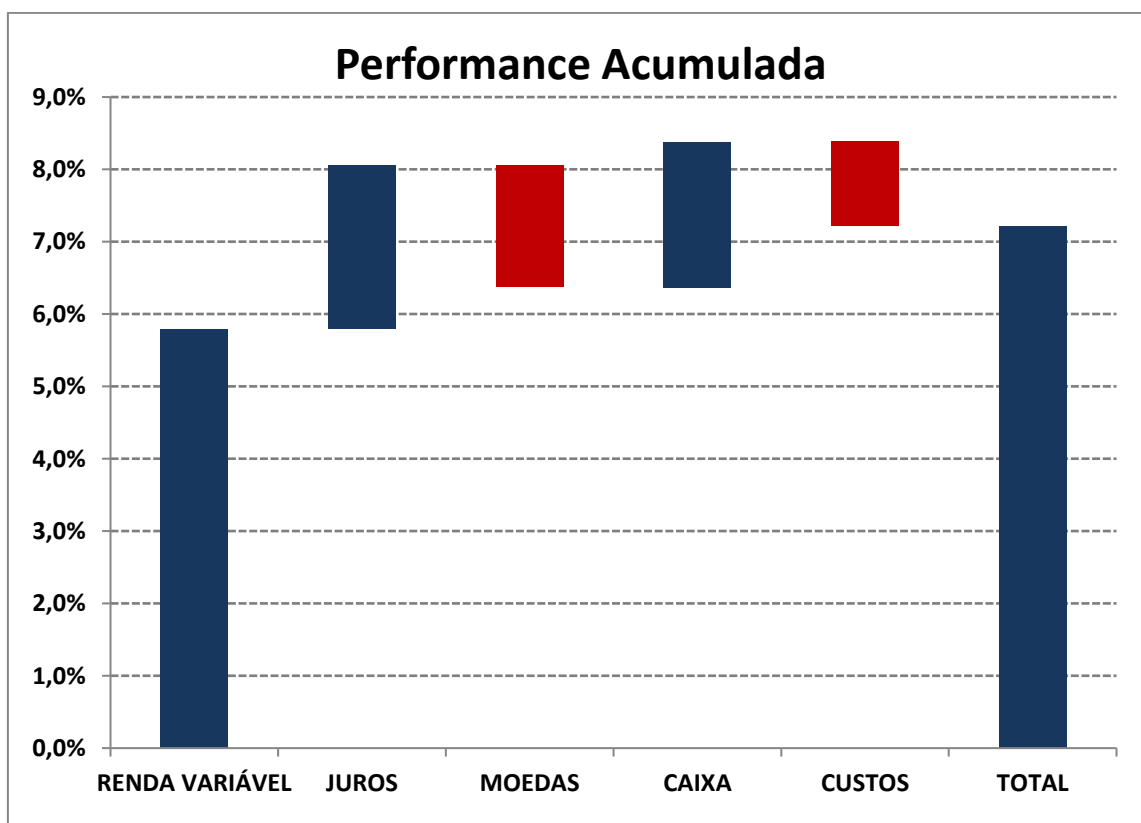
O câmbio por sua vez não conseguiu acompanhar o bom desempenho da bolsa e apresentou uma desvalorização de mais de 4% no período. O principal fator para esse desempenho foi a queda no diferencial de juros entre Brasil e EUA. Apesar de o Fed ter cortado sua taxa básica de juros em 75 pontos nesse período, o ciclo de queda na Selic foi até agora de 200 pontos. Além disso, tivemos um fator pontual, a grande decepção dos participantes do mercado com a participação dos estrangeiros nos leilões da cessão onerosa, isso fez com que o mercado readequasse sua posição no câmbio, amplificando a depreciação do real contra a moeda americana. Esses efeitos depreciativos foram minimizados com a perspectiva de um crescimento mais forte da economia local em 2020.

Alaska Range

No segundo semestre de 2019, o fundo Alaska Range apresentou um retorno de 7,22% contra 2,81% do seu benchmark, o CDI. Como mencionado na seção anterior, a queda na taxa básica de juros e a recuperação da atividade local foram os principais responsáveis pela forte valorização do Ibovespa no período, e foi justamente essa classe de ativos, renda variável, que mais contribuiu para o desempenho do fundo no período. Além de manter uma posição líquida comprada em renda variável durante todo o semestre, a carteira de ações do fundo teve um desempenho superior ao Ibovespa no período ampliando ainda mais os ganhos.

No mercado de juros, o fundo apresentou majoritariamente posição vendida em taxa na parte intermediária da curva, o que gerou resultados positivos à medida que o ciclo de queda na Selic se estendia e índices de inflação surpreendiam positivamente. Os ganhos com essa posição foram reduzidos no final do semestre, quando o choque nos preços de carnes junto com receios inflacionários da desvalorização cambial ocorrida em novembro causaram uma reprecificação da curva de juros.

Assim como no primeiro semestre, o câmbio teve um comportamento difícil de antever. Além dos ruídos oriundos do ambiente externo, principalmente devido à guerra comercial, no ambiente local fatores apontavam em direções opostas. De um lado, tínhamos a questão fiscal sendo tratada principalmente por meio da reforma da previdência e o diferencial de atividade entre Brasil e EUA se reduzindo, e, do outro lado, tínhamos o diferencial de juros entre Brasil e EUA se reduzindo e a decepção com a participação dos estrangeiros nos leilões da cessão onerosa. Por fim, essa classe de ativo, assim como no primeiro semestre, contribuiu negativamente para o fundo no período.



Agradecemos a confiança de nossos clientes e parceiros.

Atenciosamente,

Alaska Asset Management