

CAROS COTISTAS,

Há jogo até os 47 minutos do segundo tempo - a tríade Gil, Marcelinho e Ricardinho não nos deixa esquecer - e, portanto, a última Carta relativa a 2011 haveria de ser simples como as demais. Assim, o conteúdo inicial é apenas aparentemente filosófico, base para posterior discussão pragmática. Tangencia-se a epistemologia das finanças somente para fundamentar as decisões da equipe de Gestão, esmiuçar nossos principais erros de 2011 e averiguar confirmações de algumas das teses de investimento, por fruto do acaso, talvez.

Cumpramos as formalidades de imediato, para que possamos tornar o restante da conversa menos pesado. Entre os nossos fundos de ações, logramos mais um bom desempenho no Legacy - nosso veículo de dividendos - em dezembro, com suas cotas se apreciando 2,66%, contra - 0,21% do Ibovespa e 0,91% do CDI, e levando o acumulado do ano a 11,22% (sem o reinvestimento dos proventos distribuídos) e a 15,45% se admitida a reaplicação dos dividendos. Com o comportamento de dezembro, o fundo aproximou-se bastante de sua cota máxima alcançada em 4 de julho (1,3350 de 31/12/2011 contra 1,3390 de 04/07/2011) e figurou entre os

condomínios de ações mais rentáveis de 2011, o que é, obviamente, motivo de satisfação e serve de alimento para reiterar o compromisso em transformar a insignificância estatística de um resultado de prazo relativamente curto em algo consistente e de longo prazo. Em contrapartida, o fundo Empiricus Galleas apresentou resultado bastante ruim em dezembro, ao recuar 10,04%, penalizado fortemente pelo comportamento das ações de Inepar e HRT. A escolha dessas duas empresas foi nosso principal equívoco de 2011 e afetou de maneira frontal as cotas do fundo. Dada a relevância da questão e nosso incômodo particular com o tema, trataremos com mais detalhes dos erros à frente. Destarte, apenas deixemos claro que não há maior insatisfação do que a nossa diante do mau desempenho deste fundo, seja pela moral (talvez isso esteja um tanto fora de moda, mas ainda é a nossa maior motivação), pelo compromisso fiduciário e, também, por serem os sócios/gestores seus principais cotistas (ter dinheiro proprietário investido no fundo ainda é a melhor forma de se alinhar conflitos de interesse).

Para completar o rol dos fundos de ações, o Taquaral, indexado ao IBX, recuou 2,38%, contra um retorno de 1,52% do benchmark. A discrepância se deu basicamente em função da

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

posição short montada sobre Marfrig (mais sobre a exposição em linhas abaixo) e por conta da forte queda das ações de HRT, uma pequena aposta no Taquaral, mas que acabou prejudicando de forma destacada o desempenho das cotas em dezembro por conta da magnitude da depreciação.

Entrando na gama dos fundos multimercados, o Galleas Hedge avançou 0,80% em dezembro ou 87,37% do CDI. Com a performance, o fundo terminou 2011 com alta de 14,04% ou 121% do CDI, sob uma volatilidade bastante baixa. A proposta de oferecer bons retornos sob risco baixo e com exposição em Bolsa protegida de risco sistêmico tem sido atendida pelo Hedge - desde seu início em 13 de março de 2009, o fundo oferece retorno equivalente a 148,90% do benchmark. A combinação de pequenas apostas macro (como a recente posição vendida em euro), algoritmos de alta frequência e long x shorts quants ou fundamentalistas têm composto de maneira bastante bem sucedida a estratégia do fundo. Entramos 2012 fortalecidos na equipe de high frequency e bastante animados com dois long x shorts de cunho fundamental no universo de Bolsa, a saber: BR Foods x Marfrig; e Itaú Unibanco x Santander, além de preservarmos a perspectiva macro em prol da apreciação da moeda norte-

americana contra a europeia, num trade que já rende resultados apropriados.

No fundo Multiestratégia, em que o peso dos trades de cunho macro é superior, a alta em dezembro foi de 0,43%, equivalente a 47,70% do CDI. O desempenho aquém do benchmark se deve em grande medida à performance ruim por ora observada pelo short nas ações de Marfrig, cuja explicação aparece à frente com maior propriedade. Muito embora não tenha performado bem por enquanto, sobretudo por conta das compras realizadas pelo controlador e pelo programa de recompra formal em curso, estamos muito confiantes nos bons retornos a partir desse trade.

Finalizando a prestação de contas mensal, o fundo Amazônia terminou dezembro oferecendo 91,23% do CDI e, no ano, 96,43% do benchmark. Para 2012, firmamos o compromisso em fazer este fundo performar de maneira adequada e não distanciar em nenhum momento do benchmark - queremos ser cobrados por isso.

CAPÍTULO 1 - WHO WATCHES THE WATCHMEN?

Deixe-nos falar honestamente: a atividade de fundos de investimento é exemplo de livro-texto de conflitos de interesse, no escopo da Teoria do Agente-Principal, difundida em grande medida por Jensen e Meckling, em

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

artigo clássico de 1976 publicado no Journal of Financial Economics. Um sujeito (Principal) delega a um terceiro (Agente) o poder de ação sobre questões de seu (do Principal) interesse. Surge instantaneamente, portanto, o embate: o Agente atuaria em prol do benefício do Principal, conforme rege o acordo (tácito ou formal) inicial, ou maximizaria seu interesse próprio? Dado que toda a teoria Econômica e Financeira apóia-se na ideia de otimização da utilidade individual, desnecessário explicitar que surge daí um problema, amplificado pelas nuances associadas à assimetria de informações entre os dois sujeitos, conforme argumenta Eisenhardt, numa boa revisão sobre o tema, de 1989, em artigo Agency theory: an assessment and reviews, na Academy of Management Review.

A transposição do teórico à aplicação pragmática em fundos de investimento é imediata. O cotista delega ao gestor as decisões acerca de seu patrimônio pessoal e confia (reza) para que a atuação se dê em prol do seu (cotista) interesse, muito embora por vezes haja motivações econômicas para o gestor atuar em causa própria. Posto que exigir ética e alinhamentos aos preceitos morais com alguma frequência é insuficiente, criam-se mecanismos para alinhamento dos interesses de gestores e cotistas. A começar pela fiscalização regulatória, passando pela adoção de

taxas de performance e pela exigência de alguns estatutos de que o capital dos sócios esteja aplicado nos respectivos fundos. Com efeito, são formas de se atenuar o problema, mas não de extingui-lo. Quanto ao regulador, a própria natureza da atuação (como em qualquer outro mercado; veja por exemplo a situação dos derivativos nos EUA) impõe uma espécie de corrida atrás do rabo, em que os participantes do mercado, altamente pulverizados, pesquisadores de brechas regulatórias e ávidos por lucros, caminham normalmente à frente. É preciso haver o mercado (e suas nuances) primeiro para depois comporem-se o órgão regulador e suas práticas. A criação de taxas de performance, num primeiro momento em prol do alinhamento de interesses, não raro acaba distorcendo ainda mais a dinâmica, pois a atuação do gestor foca-se de maneira quase exclusiva para maximizá-las, através, por exemplo, de tentativas de criação artificial de condições de oferta e demanda de determinados ativos quando da data de apuração da performance, além de estar circunscrita à transferência de recursos do fundo A para o B justamente para apuração de uma rentabilidade maior para o gestor. Já sobre a aplicação dos recursos proprietários no fundo, é sempre um bom caminho, mas também dificilmente endereça a questão por completo por nem

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

sempre conseguir perfazer um montante razoável do net worth total do gestor.

Há ainda situações mais sofisticadas de conflito de interesse associados a fundos de investimentos, quando por exemplo ocorre nomeação de diretores ou de membros para o Conselho de Administração ou Fiscal: atuaria o indicado em nome da empresa ou de seu fundo? E olha que nem adicionamos a figura do distribuidor ao processo, o que conferiria contornos tarantinescos ao texto.

Hipocrisias e demagogias à parte, até agora nada assustador. A existência de conflito de interesses é inerente a qualquer atividade empresarial. Mente para si ou para o terceiro aquele que diz o contrário. Não há como admitir a hipótese de inexistência de conflitos pois ela está na essência da combinação agente-principal. O problema não está em reconhecer os conflitos, mas, sim, de geri-los da maneira inadequada e admitir que, ao final, ainda dependeremos em alguma instância da ética e do caráter individuais. Talvez o exemplo com fundos de investimento cause algum incômodo, pois os gestores de recursos de terceiros são porcos-capitalistas-inveterados-gananciosos-sem-alma, mas ninguém pergunta ao seu médico se ele realmente tratará o paciente de forma adequada ou apenas cuidará do doente para evitar sua morte,

obrigando o retorno ao consultório - aqui há também a união entre o Agente e o Principal e os mesmos problemas supracitados. Em exemplos igualmente cotidianos, se a Vale publica um banner de patrocínio no Valor Econômico, estaria o jornal impedido de realizar qualquer reportagem crítica sobre a mineradora? Ou, ainda, chefes deixariam de treinar seus submissos com propriedade sob o temor de terem posteriormente seu cargo sob risco? Os conselheiros dos organismos reguladores dos fundos de investimentos seguem mantendo posições em ativos financeiros, fiscalizando outros fundos cujas posições podem ser contrárias às suas? Continuamos andando de táxi mesmo sabendo que o motorista ganhará mais se estender a corrida? A lista segue...

Ao final, além de obviamente atender aos requisitos regulatórios, aplicar taxas de performance e investir o próprio dinheiro nos fundos sob sua incumbência, o gestor haverá mesmo de atuar de forma transparente e ter caráter - o resto é apenas parte (talvez a menos relevante) da coisa. Venha nos visitar: queremos mostrar nossos rostos e processos.

SUBCAPÍTULO 1.1 - Como nós lidamos com as questões internas?

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

No caso da Gradius, há um conflito adicional a ser gerenciado. E o fazemos. A gestora tem sócios em comum com uma corretora (Gradual) e com uma empresa independente de pesquisa em ações (Empiricus). Isso exige, primeira e obviamente, uma separação física das atividades. A gestora está totalmente segregada das demais empresas e tem um objetivo explícito de ser uma atividade lucrativa por si só, sem alimentar as outras atividades e vice-versa. A relação com a Gradual é exclusivamente no sentido de oferecer aos clientes da corretora uma alternativa profissional e abrangente de veículos de investimento, enquanto, em troca, a gestora se apropria de um canal de distribuição valioso. Trocam-se sinergias em prol do interesse recíproco, sem qualquer outra relação, mantendo a independência da gestão e sem canal de comunicação com as mesas de operação. De forma análoga, a Gradius, assim como já explicitado na Carta anterior, é uma cliente qualquer da Empiricus Research, paga R\$ 1,8 k/mês pelos serviços, recebe os relatórios na mesma hora dos demais assinantes e não mantém qualquer outro tipo de relação profissional que implique visões sobre investimentos em ativos financeiros com os sócios e colaboradores da Empiricus Research. A assinatura em questão decorre de um simples argumento: não há como

uma gestora independente, a não ser as gigantes, manter uma equipe de análise de ações grande, robusta e competente. Quanto custa um bom analista? Mais do que isso, quanto custa uma coleção de bons analistas (pois é isso que se precisa para a montagem de uma equipe realmente boa)? Coleções raras e bem construídas são bastante custosas e geralmente não atendem a interesses meramente econômicos. Não há como suportar uma estrutura de análise alinhada ao estado da arte sem uma escala enorme. Então, fazemos o óbvio: terceirizamos parte da análise e mantemos uma equipe interna menor, focada full time, composta por um gestor, dois traders e um analista buy side, além dos programadores de high frequency trading. Avaliamos as recomendações dos terceiros e, quando e se atendem também de forma adequada ao julgamento do analista interno e do gestor, implementamos – a rigor, esta estrutura torna o processo decisório ainda mais criterioso, pois é como se passasse por dois comitês distintos. Esclarece-se: obviamente, isso não exclui a possibilidade óbvia da geração de ideias exclusivas do gestor e do analista internos.

O mais recente exemplo do funcionamento dessa estrutura está em Marfrig. A Empiricus Research, conforme amplamente noticiado pela imprensa, identificou inconsistências

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

contábeis nos balanços da companhia. Ao receber o relatório, iniciamos uma diligência interna importante e rápida, no sentido de referendar a avaliação. As críticas pareceram-nos em sua maioria bastante pertinentes e tivemos nós também dificuldades de leitura do balanço. Dessa forma, posteriormente ao relatório e à nossa diligência própria, iniciamos a construção de uma posição short nas ações – novamente em prol das práticas de governança corporativa e transparência, estão todos convidados a visitar nosso escritório, observar as carteiras dos fundos da Gradius e conhecer quando e como foi construída a posição. Por ora, a empresa não foi capaz de endereçar com propriedade nenhuma das questões levantadas, tendo recorrido tão somente a argumentos de autoridade (somos uma companhia aberta listada no Novo Mercado, auditada pela KPMG e ganhadora do troféu Transparência). Em outras situações, pareceu esquecer-se dos problemas da indução, ao sugerir que “um frigorífico deste porte, existente há tantos anos e com resultados crescentes, não estaria jamais desalinhado ao arcabouço do IFRS”. Como se: “nunca aconteceu algo assim” fosse suficiente para nunca acontecer eternamente. Até 11 de setembro de 2001, jamais alguém havia jogado aviões em duas torres.

De forma até irônica, Sextus Empiricus foi um dos primeiros filósofos a tratar do problema da indução, posteriormente formalizado com precisão por David Hume. Parabenizamos a companhia por suas conquistas, mas lembramos que prêmios não respondem perguntas. Outros resgatariam as auditorias, inclusive da KPMG em alguns casos, cujos resultados foram desastrosos – com isso, queremos apenas dizer que ser auditado é obrigação, não mérito, tampouco impede incorrer em erros.

Em nosso entendimento, as ações ainda não iniciaram processo de derretimento em Bolsa tão somente por conta das compras do próprio controlador, em sua maioria assumidamente feitas ao final dos pregões, do programa oficial de recompra de ações em curso e da indisponibilidade de ações para aluguel. Respeitamos muitíssimo a história do Sr. Marcos Molina e seu brilhantismo como empreendedor, assim como, no âmbito pessoal, sabemos da competência do Sr. Ricardo Florence como diretor-financeiro e de relações com investidores. Isso, entretanto, não pode nos impedir de manter uma visão desfavorável sobre as ações. Não há razões para nos furtar ao direito de projetar a queda de um ativo financeiro e posicionar-nos de forma a apropriar da eventual confirmação desse prognóstico. A questão é

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

estritamente técnica. Absolutamente nada além disso.

CAPÍTULO 2 – HOW NOT TO BE A SEARA TURKEY? A short long story. Ou, explicando o racional sobre o short de Marfrig

Quando da migração para o novo arcabouço contábil, Marfrig adotou ajustes nos balanços como forma de adaptar-se ao IFRS. Em nosso entendimento (não haveríamos problema em pensar diferente caso a companhia nos convencesse do contrário), contudo, parte das alterações realizadas no balanço quando dessa migração transcendeu o universo do IFRS e deveria ter sido feita como meros ajustes por correção de erros. Caso tivéssemos os balanços republicados conforme nossa argumentação, Marfrig teria estourado seus covenants de dívida, levando as relações net det/Ebitda de 2008 e 2009 para 6,6x e 7,9x, o que dispararia cláusulas de resgate antecipado de debêntures e possivelmente levaria a companhia à iliquidez. Se a convivência com alta alavancagem, a dificuldade de geração de caixa e as margens comprimidas já eram argumentos em prol de um caminho adverso para as ações de Marfrig, a eventual necessidade de republicação de balanços torna o case particularmente interessante – há de se lembrar ainda do ciclo de

estoque desalinhado à tendência do setor, do caráter opaco das transações entre partes relacionadas e da insistência da empresa em provisionar uma série de elementos apenas no âmbito do patrimônio líquido, sem transitar pela DRE, e posteriormente fazer com que as reversões passem pela demonstração de resultado, levando a um Ebitda superior àquele reportado pelo lado meramente operacional. Segundo nossa diligência, no cenário mais adverso, o equity de Marfrig vale zero. Após termos montado a posição, continuamos estudando Marfrig e ficamos bastante satisfeitos em saber que as críticas a elementos ininteligíveis do balanço são antigas, tendo se iniciado a partir do analista Gustavo Wigman, então na Goldman Sachs (hoje no Credit Suisse e, infelizmente, restrito sobre a empresa). Wigman, a partir de cálculos entre controladas, controladora e consolidado, identificou a necessidade de depreciação positiva (obviamente, a conta é inerentemente negativa) ao comparar os resultados apresentados de Ebit e Ebitda. Além de infelizmente não termos conseguido esclarecimentos acerca das perguntas do Sr. Wigman, coincidentemente foram excluídas, mesmo nos ITRs antigos, as notas explicativas que permitiam tal conta. Gostaríamos muito de, ao menos, saber o porquê

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

dessa exclusão e retrocesso no disclosure de informações.

Para além da Empiricus, da Goldman Sachs (como se fosse suficiente) e de uma outra gestora brasileira que questiona Marfrig na CVM (estamos preservando o nome apenas para não ferir a privacidade alheia), matéria do Valor Econômico de título "Marfrig falha ao explicar mudança para o IFRS"

(<http://www.valor.com.br/impreso/empresas/marfrig-falha-ao-explicar-mudanca-para-ifrs>) confirma, no mínimo, a necessidade de Marfrig adotar maior transparência quando da divulgação de suas informações financeiras. Segundo o mesmo Valor, a própria CVM também já estudava os balanços de Marfrig antes da recente polêmica e, a partir daí, estamos certos de que teremos uma visão isenta, técnica e relevante sobre a questão.

Com exceção do fundo Amazônia (de renda fixa), todos nossos veículos de investimento mantêm algum posicionamento na venda de Marfrig, seja em caráter isolado (naked short) ou através de um long x short contra Brasil Foods. Se o racional ainda não se confirmou foi somente por razões operacionais ligadas à indisponibilidade de aluguel (sabemos de outros gestores, inclusive grandes, com interesse em shortear as ações, mas impossibilitados)

CAPÍTULO 3 - SOBRE NOSSOS ERROS

Cometemos dois importantes erros em 2011, cujas implicações se deram mais fortemente sobre o fundo Galleas Empiricus, a saber: os investimentos nas ações de Inepar e HRT. Erramos ao acreditar que uma empresa altamente alavancada, em turnaround e com práticas de governança corporativa questionáveis poderia atravessar incólume um período de crise financeira, já usualmente complicado para small caps. E falhamos ao supor a capacidade do mercado entender de forma razoável o risco inerente a uma companhia pré-operacional de exploração e produção de óleo & gás com atuação em duas novas fronteiras exploratórias. A coisa ganhou contornos maiores pela incompetência jurídica-administrativa de Inepar em dar consecução a seus atos societários e pela alimentação de expectativas excessivamente otimistas para a campanha exploratória de HRT pelo seu próprio management, até o momento ainda não materializadas. Fundamento não coloca ordem na pedra e de nada adiantará um valuation atrativo sob uma visão mais abrangente, pois ninguém quer enxergar além diante da necessidade de um imediatismo sem precedentes. Falaremos de Inepar primeiramente, para depois tratar de HRT. Sentimo-nos no dever de nos alongarmos sobre os cases diante do fracasso momentâneo

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

do investimento, defendido há tempos por este time – em adição, esta é também uma carta anual, o que permite um caráter mais prolixo (defeito do redator). Com isso, pedimos uma dose adicional de paciência, sob a pena de soarmos cansativos. Aos já conhecedores dos racionais, sugere-se caminhar ao capítulo seguinte.

SUBCAPÍTULO 3.1 - INEPAR, a necessidade de se encarar a chance do primeiro IPO de 2012 e a fusão chinesa dos vocábulos crise e oportunidade

Inepar vale hoje em Bolsa algo próximo a R\$ 200 MM (poderia valer mais de R\$ 1 bi, mas vale só R\$ 200 MM). A dívida financeira total monta a cerca de R\$ 1,3 bilhão, para uma posição de caixa de aproximadamente R\$ 150 MM. A dívida fiscal é de R\$ 450 MM e está no Refis.

Sob a ótica operacional, o backlog, ao final do 3T11, montava a R\$ 4 bilhões e beira os R\$ 5 bi se adicionarmos os já fechados contratos de sondas com a Petrobras. A receita líquida nos 9M11 foi de R\$ 1,14 bi, em alta de 13,5% YoY, o Ebitda somou R\$ 79 MM (+70% YoY), enquanto houve um prejuízo da ordem de R\$ 20 MM (não caixa, associado a eventos não recorrentes de ajuste no valor da Inepar Energia, necessários à incorporação da subsidiária). Considerando o ano cheio de 2011,

deve fazer algo como R\$ 120 MM de Ebitda (sazonalidade mais forte do 4T11, com boa evolução de primeira linha e incremento de margem). Para 2012, estimamos Ebitda de R\$ 160 MM. Ações da Inepar caíram 64% em 2011. Se tivéssemos de justificar essa queda (obviamente correndo o risco de atribuir causas a movimentos aleatórios e cair na falácia da narrativa), apontaríamos entre os principais elementos:

- resistência generalizada a nomes em turnaround financeiro/operacional, alavancados e cujo balanço apresenta grande complexidade;
- construção e posterior desmontagem rápida de posição por investidor institucional local;
- suspensão do pagamento dos dividendos relativos ao ano de 2010 – empresa ainda possui dívida em default, basicamente junto a IRB, Finep, Banco do Brasil e Santander, num total de cerca de R\$ 80 MM. BB entrou com liminar impedindo remuneração ao acionista, posto que há dívida vencida e não paga. Empresa trabalha para se acertar com o banco, mas, por ora, questão ainda não foi endereçada;
- atraso para acerto definitivo com BNDES – Inepar assinou memorando de entendimentos para reestruturar seu passivo com o banco de fomento, num processo subdividido em três etapas. A primeira contemplava novas condições para debênture no valor de

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

R\$ 165 MM, com pagamentos reescalados, carência de dois anos e alongamento para 120 prestações mensais, pagando TJLP + 2,5% aa. Essa primeira etapa admitia, num segundo momento, a conversão de R\$ 55 MM de debt em equity pelo BNDES e daí veio o primeiro ponto de discordância (a expectativa inicial era fazer a subscrição de ações acima de R\$ 4,00, mas como os papéis foram caindo o banco recusou-se a pagar prêmio muito alto na comparação com as cotações correntes, enquanto, em contrapartida, Inepar se negou a emitir ações abaixo dessa cifra). A segunda etapa representava também reestruturação de dívida no valor de R\$ 165 MM, mas com uma nuance interessante: o total de R\$ 165 MM receberia um abatimento de cerca de R\$ 20 MM e o restante seria subdividido em subcrédito A no valor de R\$ 100 MM (novamente, 120 prestações mensais a TJLP + 2,5% aa) e subcrédito B, em R\$ 45 MM a serem pagos no vencimento do subcrédito A. Se Inepar fosse adimplente em todos os vencimentos do subcrédito A, o B seria perdoado automaticamente. A terceira etapa envolvia a entrega da participação de Inepar Energia na Cemat, em troca de abatimento de dívida junto ao BNDES (Cemat agrega zero de Ebitda à Inepar, de modo que a desalavancagem seria bastante positiva); a terceira etapa ainda não foi concluída, tendo sido permeada

por sucessivos atrasos, por conta da discussão inicial acerca do valor pelo qual Cemat seria entregue, das dificuldades em cumprir com a incorporação da Inepar Energia (passo necessário para a conclusão da operação; Inepar teve de reconvocar comitê independente que avaliou IENG e não houve quórum na primeira assembleia que votaria a incorporação) e das férias do BNDES a partir de 20 de dezembro de 2011. O acordo com o banco de fomento é o principal marco no processo de desalavancagem da companhia pois muitos institucionais condicionam sua aproximação à Inepar ao acerto com o BNDES e sua não conclusão em 2011 afetou frontalmente as cotações das ações; e

- exigência pela CVM de publicação dos balanços vindouros (diferentemente do que se ventilou da empresa, Inepar não foi notificada sobre a necessidade de refazimento dos balanços anteriores, mas, sim, de realizar ajustes na forma atual de contabilização em suas demonstrações financeiras futuras), por conta de dois pontos: forma pela qual Inepar contabiliza seus claims junto a clientes (CVM havia dado parecer inicial favorável à Inepar, mas, por conta do IFRS, determinou necessidade de discutir-se novamente o ponto) e os títulos da dívida pública, marcados no balanço de 3T11 no total de R\$ 815 MM (conforme a explicação

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

do ITR, "Tais direitos estão registrados pelo valor de face atualizado dos correspondentes títulos, apurado com base em laudo de especialistas, conforme determinado em sentença judicial parcial"); a interpretação da CVM, entretanto, é de que essa marcação não está de acordo com o princípio do conservadorismo, devendo a Inepar adotar o menor valor para os títulos – se Inepar apenas remarcar o valor dos títulos, sem nenhuma contrapartida, pode haver um ajuste importante no Ativo, colocando inclusive em risco a manutenção do Patrimônio Líquido no campo positivo. Essa preocupação ajuda a explicar a forte penalização às ações nos últimos pregões de 2011.

E depois da perda de 65% de valor em 2011, o que se espera para 2012?

A questão mais imediata está associada à postura frente à readequação do balanço. Vislumbramos três caminhos possíveis: i) simplesmente marcar os títulos pelo valor sob os critérios defendidos pela CVM, sem nenhum outro movimento; ii) entrar na justiça comum e tentar outra decisão junto à CVM; e iii) promover uma troca de ativos entre Inepar e a IAP, entregando ao controlador os títulos e recebendo a participação detida pela IAP no estaleiro ex-Ishibrás e na TIISA. Não entendemos que a hipótese "i" seja razoável. Muito embora a transparência e as práticas de

governança de Inepar passem longe do estado da arte, o controlador mantém grande apreço pelos operacionais de Inepar (relação ruim com o mercado de capitais, mas bastante dedicação em preservar os operacionais) e deixar o PL negativo impediria Inepar de participar de novas licitações e até mesmo de processar o backlog atual. Sobre entrar na justiça comum, é uma possibilidade que não pode ser descartada, muito embora eventualmente o regulador exija republicação do balanço com maior celeridade, obrigando a realização de algum ajuste mesmo que de forma transitória. Ademais, a empresa sabe que uma nova disputa jurídica tende a desgastar ainda mais a imagem de Inepar e, portanto, haveria de ser evitada. Caso o caminho a ser percorrido seja "iii", que em nosso entendimento seria o adequado a se perseguir, Inepar resolveria boa parte de seus problemas: adequaria o balanço, eliminaria problemas de governança relacionados à competição de negócios entre IAP e INEP, e trocaria um ativo questionável (títulos da dívida pública de 1927) por outro de maior liquidez (possibilidade de securitização total de cerca de R\$ 500 MM, com conseqüente desalavancagem e extinção das restrições de capital de giro).

Outro driver relevante (e óbvio) é a conclusão do acordo com o BNDES,

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

entregando Cemat por cerca de R\$ 400 MM (valores sugeridos pelo próprio ITR do 3T11 e inclusive superiores às nossas estimativas prévias) – apesar dos atrasos de 2011, os termos estão já acordados. Se somássemos a entrega da Cemat com a eventual securitização supracitada, teríamos uma desalavancagem total de R\$ 900 MM, endereçando de forma definitiva o problema de excesso de endividamento de Inepar.

Em complemento, a empresa persegue, também para 2012, o recebimento de um estratégico na lesa Óleo & Gás e na lesa Projetos, em mais um milestone na direção do incremento da liquidez da empresa – estimamos a venda de uma participação minoritária entre 10% e 20% das subsidiárias, podendo levantar até R\$ 250 MM.

Para terminar o rol de triggers mais relevantes para empresa vislumbrados para 2012, há possibilidade de nomeação de um conselheiro independente para auxiliar no processo de reaproximação do mercado de capitais e de extinção da Inepar Telecomunicações (não operacional e mera casca acumuladora de prejuízo fiscal) em prol da simplificação da estrutura societária.

E por que mantemos o interesse pelas ações de Inepar? A perseverança no case não decorre de mera teimosia, tampouco de dificuldades particulares

em se assumir o erro na tese de investimento – a rigor, somos os primeiros a reconhecer o quão equivocada foi a manutenção das ações de Inepar em carteira ao longo de 2011, assim como sentimos a alma machucada por não termos materializado até agora um de nosso raciais mais convictos. Mantemos a empresa em carteira tão somente pela perspectiva de que se trata efetivamente de uma oportunidade de multiplicação de valor em Bolsa – sabemos, talvez como nenhum outro, dos problemas de Inepar, mas identificamos também os caminhos para endereçar cada uma das questões e alçar a companhia à casa do bilhão em capitalização de mercado. Se efetivamente promover a troca de ativos entre Inepar e IAP (títulos por estaleiro + 20% da TIISA), realizar a securitização, acertar-se com o BNDES e entregar a Cemat, vender parte da lesa Óleo & Gás e da lesa Projetos num bom valuation, nomear ao menos um conselheiro independente, substituir a presidência executiva e deixar o Atilano apenas como presidente do Conselho de Administração, trocar a auditoria para alguma das big four, resolver a situação dos dividendos pendentes e da dívida em default e fortalecer seu quadro jurídico-administrativo, surge uma nova companhia no mercado de capitais. São todos passos plausíveis e, se adotados, capazes de promover a

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

esperada multiplicação das cotações da empresa. O momento de praticamente um novo IPO de Inepar (com o perdão da impossibilidade lógica) é este. Perdê-lo, sim, poderia exigir revisitar a tese de investimento sobre a companhia.

SUBCAPÍTULO 3.2 – HRT, O NATURAL (sim, ela ainda é uma empresa pré-operacional de E&P de O&G explorando duas novas fronteiras), o erro do management, o nosso erro e a total desconfiança

HRT foi IPOed em Bolsa a R\$ 1.200/ação, entregou ações para compra da canadense UNX por R\$ 1.950 e teve sua máxima em R\$ 2.200. Já considerando cotações do início de janeiro, os papéis valem hoje algo em torno de R\$ 400. O que aconteceu para o derretimento das cotações? Além das óbvias condições adversas de mercado, em especial para empresas pré-operacionais, de commodities e percebidas como de alto risco de execução, algumas coisas:

- ao final do primeiro semestre, encerrou-se o período de lock-up de investidores com posições decorrentes dos private placements anteriores ao IPO. Cerca de 30% do capital da empresa passou a ser livre para negociação em Bolsa, trazendo um importante temor de overhang. Numa espécie de profecia autorrealizável, as ações foram afetadas não somente

pela venda das posições oriundas do private placement como, de forma ainda mais proeminente, sofreram com a saída de demais investidores com medo do sell off potencial associado ao fim do lockup – não há por que condená-los, dado que estávamos falando de eventuais novos 30% do capital chegando ao mercado.

- a campanha exploratória em curso mostrou resultados destacadamente inferiores às expectativas iniciais. Quatro perfurações foram concluídas. Nos poços 168 e 169, foi, conforme o esperado, confirmada a presença de gás. Até aí, nenhum problema, pois este era mesmo o prognóstico para o resultado. Há duas nuances aqui: i) ninguém paga nada por gás por enquanto (em especial neste momento em que ainda não existe um plano definido e anunciado para a monetização do gás) e começar a campanha por dois poços de gás, em que pesem os compromissos com a ANP, pode não ter sido o melhor caminho; ii) o management da companhia alimentou em determinadas situações a expectativa de que possivelmente encontraria também óleo nas camadas mais profundas, o que, se confirmado, referendaria a tese do go deeper (fure mais fundo para achar petróleo e não apenas gás) – há de se reconhecer que ter jogado as expectativas lá em cima trouxe frutos importantes à HRT

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

(permitiu à companhia a compra da UNX com a entrega de ações caras), mas, por outro lado, catalisou o sell off sobre as ações ao primeiro sinal de desconfiança e voltou-se contra si, pois todo o restante da tese também foi colocado em xeque. Entendemos ter havido um erro no gerenciamento das expectativas de mercado aqui. Já no poço 170, os indícios de que haveria óleo eram destacados. Com efeito, foram identificados hidrocarbonetos líquidos no poço, sugerindo a priori, inclusive, volumes bastante razoáveis, com net pays grandes. Entretanto, os resultados do teste de formação vieram aquém das expectativas, diante de uma porosidade excessivamente baixa. Aqui, a questão foi simplesmente uma fatalidade. Sorte e azar ainda têm alguma responsabilidade neste jogo e não havia muito como evitar preliminarmente a baixa porosidade. Em relação ao 194, que parecia ser o melhor poço da empresa pois continha indícios de hidrocarbonetos líquidos e porosidade adequada, acabou sendo uma nova frustração, em especial porque, novamente, a companhia alimentou expectativas bastante otimistas quanto à presença de óleo. O resultado do teste de formação trouxe apenas a presença de gás e condensado no poço, afetando frontalmente a confiança na companhia, já combatida por três resultados de perfuração aquém das

expectativas mais otimistas. Em resumo, nenhum dos quatro poços foi capaz de trazer evidências materiais da presença de óleo, tampouco de referendar a tese de go deeper, e isso acabou maculando a credibilidade da empresa.

Agora, seus papéis valem menos do que o valor do caixa/ação, próximo a R\$ 420, já considerando o cash in vindo da operação com a TNK. Ou seja, duvida-se que os ativos da empresa tenham valor e de que a companhia seja capaz de rentabilizar o caixa. Como de costume, o mercado exagera para cima e para baixo. Também ficamos desapontados com os resultados da campanha exploratória até aqui. Mas isso não significa que toda a Bacia do Solimões não presta, nem que a Namíbia vale zero. Lembra-se: a TNK acabou de comprar 45% dos mesmos blocos exploratórios operados pela HRT no Solimões pagando US\$ 1 bilhão, mais cláusulas de earn out – ou seja, isso já é bem mais do que o EV atual de HRT. Mais do que isso, o caixa atual paga, ao menos, os dois próximos anos de campanha segundo o business plan, mesmo sem considerar nenhuma cash flow adicional neste período ou alternativas de farm out – ainda que a companhia venha a consumir mais caixa do que se supunha antes de começar a produzir, pode, num cenário de estresse, recorrer a venda de participações em bloco como

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

forma de angariar mais recursos, conferindo maior tranquilidade para tocar a campanha. Hoje, o mercado desconsidera qualquer possibilidade de monetização do gás, ignora referências de valuation, seja pela média do setor de EV/barris riscados (a rigor, nem dá para fazer esta comparação dado que o market cap é inferior ao caixa) ou pela compra do stake da Petra pela TNK por US\$ 1 bi (se 45% do Solimões valem US\$ 1 bi, 55% valeria menos do que isso?), atribui zero para os ativos da Namíbia, exclui a possibilidade de monetização do gás e desconsidera eventuais operações de farm out que venham a incrementar o caixa. Ou seja, não há precedentes para este nível de opcionalidade e upside em Bolsa. HRT precisa de uma única sinalização concreta de que consegue rentabilizar o caixa. Um único poço bom em 104 e teremos a percepção de uma nova companhia no mercado de capitais.

CAPÍTULO 4 - A SORTE TAMBÉM ESTEVE CONOSCO

Se erramos no posicionamento nas ações de Inepar e HRT, em contrapartida cometemos alguns outros acertos também, também fruto da aleatoriedade – embora resistam a esta assertiva, os participantes de mercado estão muito mais suscetíveis à sorte do que julga vã filosofia. É impensável para seu chefe o fato de

que ele sinta naquela cadeira apenas e tão somente porque é um sujeito de sorte, e não por alguma habilidade específica. Você está no lugar e na hora certa – só isso. Depois, atribuem-se causas determinísticas ao feito, obviamente sem a devida conexão. “If you are so rich, why aren’t you so smart?”, perguntaria Nassim Taleb, numa demonstração formal de como as relações sociais não respeitam a propriedade comutativa.

No escopo macro, o short em euro foi possivelmente o maior acerto. Iniciamos a montagem de posição quando da relação de US\$ 1,35 e intensificamos com vigor a exposição na casa de US\$ 1,41. A moeda única veio abaixo de US\$ 1,29, seu menor valor desde 2010, sob a perspectiva de que as dificuldades em se endereçar os problemas de dívida e liquidez na região são mais proeminentes do que se suponha previamente. Conforme já explicitado em Cartas anteriores, seja pela via da perda de produtividade, pela necessidade de emissão de moeda para conter as restrições de liquidez e estimular o crescimento ou pela aversão a risco ou pelo prognóstico de alívio monetário adicional, o caminho provável do euro é justamente no sentido da desvalorização frente ao dólar.

Sob a ótica de stock picking, talvez a tacada com precisão quase cirúrgica tenha vindo da escolha das ações da Restoque (Le Lis Blanc) – começamos

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

a comprar quando ainda valiam R\$ 11,00 (hoje na casa de R\$ 27,00). Identificávamos múltiplos destacadamente abaixo dos pares mais imediatos em Bolsa, mesmo gozando de perspectivas de crescimento superiores aos peers, estar em processo de incremento de margens, dispor de um management de alta qualidade, estar subalavancada e enfrentar maior resiliência da demanda, associada ao público feminino de alta renda. O racional se mostrou bastante acertado, tendo seus múltiplos convergindo para a média das empresas de varejo de moda listadas. Hoje, preservamos as ações em carteira, não mais sob a ótica de um value investing tradicional, mas diante da atratividade derivada da combinação interessante de forte geração de caixa num perfil defensivo, capacidade do management em superar de forma consistente as expectativas de mercado e canais de crescimento ainda não devidamente incorporados às cotações atuais. O componente growth do case deriva de múltiplos canais: incremento das vendas no conceito mesmas-lojas (abertas há mais de 12 meses) ainda em bom ritmo; abertura de lojas das marcas já difundidas Le Lis Blanc e Bo.Bô, além das novas marcas John, John e Noir, majoritariamente e a possibilidade de algum novo movimento de M&A. Em nosso

entendimento, a exploração das novas marcas é o principal componente agregador de valor do case e ainda não foi devidamente apreciado pelo mercado. Considerando o plano de expansão e as novas marcas, vemos espaço para as ações buscarem R\$ 32,00 com alguma facilidade, conforme vá se destravando valor nas novas marcas. Outro investimento muito bem sucedido em 2011, mas agora num ciclo já encerrado, foi nas ações da EZTec – era totalmente descabida a distorção no valuation da incorporadora na comparação com os demais nomes de real estate listados. Não somente discordávamos do valuation (ações chegaram a negociar na casa de 4x lucros para 2011), como víamos todas as discussões em torno da estratégia da companhia como desprovidas de fundamento. Criticava-se o excesso de concentração em São Paulo, o que supostamente aumentaria o risco do negócio e restringiria o potencial de crescimento. A falta de diversificação geográfica provou-se o grande trunfo contra o risco de execução (todas as grandes incorporadoras estão devolvendo o foco para SP e RJ depois dos problemas com parcerias inadequadas no Nordeste, por exemplo) e permitiu inclusive incremento adicional de margens em face à continuidade do movimento de apreciação imobiliária, sob um

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

crescimento ainda bastante importante de lançamentos e reconhecimento de receitas. Iniciamos a montagem da posição na casa de R\$ 11 e posteriormente nos desfizemos a R\$ 17, vendo um newsflow menos positivo, um valuation já não mais tão convidativo e vendas do bloco controlador a partir da Instrução 358. Surfamos também boa parte da onda de apreciação das ações da AmBev. Na busca por exposição a consumo doméstico em empresas grandes geradoras de caixa, baixa alavancagem, bom management e altas barreiras à entrada, a companhia surge quase de forma espontânea. Quando movimentos de M&A no setor sugeriram múltiplos destacadamente acima daqueles sob os quais suas ações negociavam, o resultado relativo ao segundo trimestre combinou volumes crescendo mesmo sobre o período da Copa do Mundo de 2010 com remarcação de preços e era óbvia a capacidade de se superar as estimativas de consenso para os resultados do 3T11 (assim como será no 4T11), adquirimos uma boa monta de AMBV. Preservamos as ações em carteira sob a interpretação de que existe upside adicional (hoje menos significativo mas ainda não desprezível) sob um perfil de risco bastante baixo, incólume a eventuais problemas na esfera internacional. Porto seguro com 20% de upside na mesa.

Depois de ter esmiuçado o racional de investimento sobre JHSF em carta anterior, não poderíamos deixar de pontuar sobre a materialização relevante de parte da tese no mês passado por meio do rali dos papéis. Pegamos na veia quase toda a escalada das ações, numa empresa negociando a cerca de 0,5x do NAV – pague pela incorporadora e leve uma empresa de shopping de graça, ou vice-versa – capaz de pagar bons dividendos e oferecer boa previsibilidade de earnings. JHSF ainda é uma das principais posições do fundo Legacy.

Considerações finais – A crise velha no ano novo

Entramos em 2012 sem a resolução de nenhum dos problemas estruturais na Europa, o que reforça a convicção de posicionamento vendido em euro – nos primeiros dias de janeiro, a moeda única animou-nos ainda mais ao perder a marca de US\$ 1,28. Há temor de baixas contábeis montando a até US\$ 50 bilhões para os bancos espanhóis, segundo o Financial Times, basicamente em função de perdas associadas ao mercado imobiliário, e não está clara a capacidade da Grécia manter-se no bloco. De nossa parte, dispomos de grande ceticismo quanto à capacidade da Europa atravessar a corrente crise sem nenhum default oficial, quebra de um

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

grande banco ou saída de um dos países periféricos.

Isso ainda exige a manutenção de uma postura defensiva, buscando cases desapegados à crise internacional e capazes de assumir uma dinâmica própria. Nomes de alta previsibilidade de fluxos de caixa e valuations extremamente distorcidos devem ser privilegiados. Estamos bastante motivados para o ano por acreditar termos encontrado nomes (a maioria supracitada) capazes de preencher esses requisitos e ainda preservar potencial de valorização atrativo. A crise criou excelentes oportunidades, algumas, inclusive, que não veremos novamente vários anos. Havemos de aproveitá-las.

O homenageado do mês é Daniel Plainview, explorador desacreditado de minas de prata da virada do século XIX para o XX, que rumou para o oeste norte-americano numa busca aparentemente desafiadora de poços de petróleo. O empreendedor se estabeleceu em Little Boston, onde o único empreendimento relevante era uma igreja pequena. Plainview, sob a descrença inicial geral e dificuldades

proeminentes de criar o filho como pai solteiro, encara a sociedade local e inclusive o pastor da cidade, para, então, formar grande riqueza com a exploração de óleo – perdeu toda sua credibilidade e seu sangue, mas a reconquistou e fez muito mais já a partir de sua primeira descoberta.



**Obrigado pela confiança,
equipe Gradius**

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer

EQUIPE GRADIUS

Economista

Andre Perfeito

aperfeito@gradualinvestimentos.com.br

tel. 011 3074-1257

Gestão Renda Variável

Caio Mesquita

caio.mesquita@empiricus.com.br

tel. 011 3372-8300 (r 4459)

Analista

Felipe Miranda

felipe.miranda@empiricus.com.br

tel. 011 3372-8300 (r 1233)

Comercial

Eric Pozzani

epozzani@gradualinvestimentos.com.br

tel. 011 3372-8367

Roberta Carvalho de Freitas

rcarvalho@gradualinvestimentos.com.br

tel. 011 3372-8300 (r 2940)

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer