

“Only buy something that you’d be perfectly happy to hold if the market shut down for 10 years.”

Warren Buffet

O Fundo EAC terminou o terceiro trimestre de 2016 com uma rentabilidade acumulada no ano de 23.95% (já considerados os dividendos) contra uma alta de 34.64% do IBOVESPA.

Rentabilidade Fundo EAC														
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum c/ Dividendos
2016	EAC	-2,06%	1,40%	10,18%	6,32%	-5,43%	0,63%	10,01%	3,10%	-1,29				23,95%
	IBOV	-6,79%	5,91%	16,97%	7,70%	-10,09%	6,30%	11,22%	1,03%	0,80%				34,64%

O otimismo com os ativos de risco no Brasil continuou ao longo do trimestre com a bolsa subindo, dólar e juros futuros caindo.

Michel Temer teve seu primeiro mês como presidente efetivo, depois da votação definitiva do impeachment da presidente afastada, Dilma Rousseff, no fim de agosto, e já começou endereçar questões importantes. A coordenação política em cima da PEC dos gastos foi bem feita e aprovada por larga margem na Câmara dos Deputados (366 contra 111 votos). Falta agora a aprovação, em segundo turno, da Câmara e do Senado.

O resultado das eleições municipais também mostrou um cenário em que os partidos de esquerda foram os grandes perdedores, indicando uma tendência a ser seguida nas eleições presidenciais de 2018. Esse panorama mostra que a oposição perdeu força e isto poderá facilitar a aprovação de medidas importantes no Congresso.

A inflação, que foi a grande vilã dos últimos anos, tem desacelerado fortemente, e possibilita a entrada do país em um ciclo de corte de juros maior que o esperado.

Por fim, continuamos com uma visão construtiva em relação ao Brasil e acreditamos que as empresas devem passar por um processo de alavancagem operacional nos próximos anos. Durante a crise, as empresas locais promoveram grandes cortes de custos, dessa forma, entrarão no ciclo de recuperação muito mais enxutas e, dada a baixa capacidade instalada, sem grandes necessidades de investimentos, o que colabora para a geração de maiores margens.

Já no cenário externo continuamos céticos em relação às políticas de estímulos sem precedentes implementadas nos países desenvolvidos. Por isso, temos adotado uma postura bem mais conservadora em relação aos investimentos no exterior.

#### Gestão

##### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
 Brooklin - CEP 04571-010  
 São Paulo – SP – Brasil  
 Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

#### Administração e Custódia

##### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
 Vila Yara – Osasco  
 São Paulo - Brazil  
 Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Ao longo do mês, aumentamos nossos investimentos em empresas brasileiras para 82.5% e diminuímos nossa exposição em dólar para 4.40%. Com isso, e para nos proteger de um cenário adverso, montamos um hedge em opções de venda na bolsa americana (S&P) e um hedge no IBOVSPA.

Aumentamos nossa posição em Porto Seguro, Itaú, Weg e Eztec. Zeramos nossa posição em Cielo e diminuímos BR Foods.

Acreditamos ter um portfólio equilibrado entre fatores de risco e ótimas empresas. Várias são líderes de mercado, preparadas para uma recuperação econômica e, o mais importante: têm suas próprias dinâmicas internas e são capazes de entregar retorno independente do cenário.

Setor	Exposição
Agropecuário	-
Alimentos e Bebidas	2,84%
Bancos	19,90%
Seguros	10,73%
Bens de Capital, Máquinas e Equipamentos	10,62%
Concessao Rodoviaria	-
Consumo Basico	1,89%
Consumo Discricionario	10,75%
Educacao	-
Hoteis, Rest, Viagem e Lazer	-
Infra Estrutura, Logistica e Transporte	-
Media, Tecno e Telec	3,71%
Mineração	0,63%
Outros	-
Papel e Celulose	-
Petro Quimico e Combustiveis	-
Real Estate	3,23%
Saúde	-
Servicos Financeiros	0,62%
Siderurgia	10,14%
Utilities	-
Varejo	-

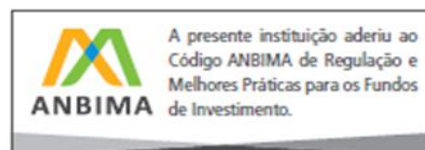
Exposição por Ativo	
Tipo	Exposição
Empresas Locais	82,45%
Empresas Estrangeiras	-
Dólar	4,41%
Hedge IBOV	(5,46%)
Hedge S&P	(4,74%)

**Gestão**  
**SFA INVESTIMENTOS LTDA.**

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
 Brooklin - CEP 04571-010  
 São Paulo – SP – Brasil  
 Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

**Administração e Custódia**  
**BRADESCO BEM DTVM**

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
 Vila Yara – Osasco  
 São Paulo – Brazil  
 Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda. e tem caráter meramente informativo. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

## Uma visão diferente

Iremos analisar nosso Fundo sob a ótica de um negócio e não de um investimento financeiro.

Primeiro, vamos imaginar que não temos um “fundo de investimento” e sim uma “empresa”, que investe em outras empresas, ou seja, uma holding. Agora vamos ver o que ela faz.

“As holdings são sociedades não operacionais, que têm seu patrimônio composto de ações de outras companhias. São constituídas ou para o exercício do poder de controle ou para a participação relevante em outras companhias, visando, neste caso, constituir a coligação. Em geral, essas sociedades de participação acionária não praticam operações comerciais, mas apenas a administração de seu patrimônio. Quando exerce o controle, a holding tem uma relação de dominação com as suas controladas, que serão suas subsidiárias.” (CARVALHOSA, 2009, 14)

Vamos imaginar ainda que a Bolsa de Valores não exista e, portanto, não existam as cotações diárias das ações. Logo, não teríamos como saber qual é o valor das empresas que investimos no dia, mês ou ano.

Muito bem, é isso que acontece com a maioria das companhias. O empresário que investe em um negócio, o CEO que administra a empresa, o diretor financeiro que cuida do dinheiro, o comercial que vende, o colaborador que produz o bem ou serviço, enfim nenhum deles se preocupa com o quanto vale a empresa onde trabalham todo santo dia.

Então o que é o que eles realmente olham?

O crescimento da empresa, das suas vendas e de suas receitas anuais. Avaliam se estão satisfazendo seus clientes, se estão conquistando novos mercados, se conseguem produzir mais e melhor, se geram margens e, conseqüentemente, lucros mais altos, pois isto é que irá gerar ganho para todos, distribuído entre salário, bônus e dividendos.

E é exatamente isto que fazemos em nossa empresa. Veja a análise que segue.

Atualmente nossa holding investe nos seguintes setores:

- 20% em bancos;
- 15% em seguradoras e empresas de serviços financeiros e TI;
- 15% em empresas ligadas ao consumo e varejo. Desde empresas que vendem bebidas, alimentos e remédios como também as de calçados/vestuário;
- 23% em indústrias, sendo 12% em siderúrgicas e 11% em máquinas e equipamentos;
- 4% em incorporadoras, que constroem e vendem prédios residenciais e comerciais.

### Gestão

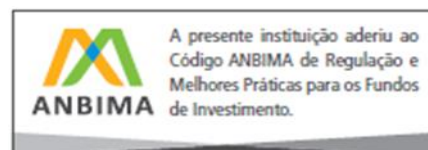
#### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010  
São Paulo – SP – Brasil  
Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

### Administração e Custódia

#### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
Vila Yara – Osasco  
São Paulo - Brazil  
Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Com base na participação percentual que temos em cada uma das empresas investidas, calculamos quanto possuímos em termos proporcionais das receitas, lucro operacional (EBITDA) e lucro líquido que elas geram. Assim, a somatória destes valores é o quanto a nossa holding têm de receitas, EBITDA e lucro líquido. Vejamos:

Em R\$ milhões

Nome	Receita Líquida 2016E	EBITDA 2016E	Lucro Líquido 2016E
Fundo EAC	244,1	28,4	13,0

Portanto, temos uma empresa com R\$244 milhões de receita líquida, que gera aproximadamente R\$28,4 milhões de lucro operacional e R\$13 milhões de lucro líquido. (Valores com base nos resultados reais do 1º semestre e os projetados para cada companhia no 2º semestre de 2016).

Nada mal, certo? Temos uma empresa razoavelmente grande, que fatura aproximadamente R\$250 milhões e gera 5,33% de lucro líquido. Este percentual de lucro, por si só, já é maior que a média das empresas listadas em Bolsa, que tem média de 1,6%. Mas isto não é o suficiente...!!

É a forma como administramos nossa holding que faz a diferença.

Primeiro, porque estudamos exaustivamente o que estas companhias fazem para gerar as receitas e resultados. Depois, porque analisamos o mercado em que atuam, e acompanhamos ativamente as discussões estratégicas implementadas pelos seus gestores. Sempre com o objetivo de entender se o seu planejamento irá gerar crescimento. Por fim, atuamos como se fôssemos os “controllers” destas empresas, ficamos atentos a todos os fatos e acontecimentos relativos aos seus negócios bem como controlamos se os CEOs e o corpo diretivo estão cumprindo o que foi planejado/orçado e se conseguirão gerar crescimento e, conseqüentemente, mais resultados.

Para tal, criamos um sistema complexo de acompanhamento, que envolve não somente analisar números financeiros mas, principalmente, falar com o corpo diretivo das organizações, seus funcionários, ex-funcionários, clientes, fornecedores e competidores.

Todo este processo tem um único objetivo: encontrar bons negócios que sejam muito bem administrados. E esta não é uma fórmula simples, mas é o que gera os resultados de longo prazo.

Gestão, gestão e gestão.

Ao ter um negócio administrado por bons gestores, temos um grande grau de probabilidade de saber que a empresa irá continuar entregando os resultados esperados no médio e longo prazo. Assim, conseguimos

#### Gestão

##### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010  
São Paulo – SP – Brasil  
Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

#### Administração e Custódia

##### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
Vila Yara – Osasco  
São Paulo - Brazil  
Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



projetar, conservadoramente, o quanto aquele negócio poderá render nos próximos anos e, conseqüentemente, avaliar nosso crescimento esperado.

Vamos voltar à análise da holding. Vejamos:

Ao olharmos o planejamento estratégico de cada uma das empresas da holding, vemos que existe um potencial, conservadoramente estimado, de crescimento de lucro de 143% até o ano de 2020 (próximos 4 anos). Se isto se materializar, iremos alcançar uma receita aproximada de R\$366 milhões. Também calculamos que, além do crescimento de receitas, os gestores conseguirão ser mais eficientes (afinal são bons gestores) e, portanto, irão gerar uma margem EBTDA maior alcançando aproximadamente R\$53 milhões (crescimento de 25% da margem). Dessa forma, nosso lucro líquido subirá para aproximadamente R\$31 milhões (8,63% da receita).

Em R\$ milhões

Nome	Receita Líquida 2020E	EBITDA 2020E	Lucro Líquido 2020E
Fundo EAC	366,3	52,9	31,6

É aqui que está grande parte do diferencial. Com alguns dos melhores CEOs do Brasil, cada um em seu ramo de atividade, trabalhando para nós, iremos ser capazes de aumentar os resultados de nossa empresa de forma conservadora para estes níveis. E o que isto significa?

Primeiro, significa que, caso as empresas cresçam os lucros da forma que esperamos, teremos um retorno médio de crescimento dos lucros da holding de 24,86% ao ano.

Segundo, que nosso lucro será maior e, portanto, receberemos mais dividendos. E, por último, que nossa holding terá um valor também maior, conforme poderão entender melhor no esclarecimento abaixo.

## Ainda mais vantagens

Uma holding pode entrar como sócia em qualquer companhia. No nosso caso, optamos por sermos sócios somente de empresas de capital aberto (negociadas em Bolsa) e isto nos dá algumas vantagens.

Se fôssemos empresários e quiséssemos investir/montar um negócio diretamente, teríamos que correr o risco do capital investido e ter todo o trabalho de gestão daquela empresa. Ou seja, montar o negócio, produzir produtos e/ou prestar serviços, contratar pessoas, formar talentos, desenvolver tecnologias, atender clientes, brigar com concorrentes, negociar com fornecedores, enfim, fazer tudo o que uma empresa demanda.

### Gestão

#### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010  
São Paulo – SP – Brasil  
Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

### Administração e Custódia

#### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
Vila Yara – Osasco  
São Paulo – Brazil  
Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Se fôssemos investir em empresas de capital fechado, teríamos que conviver com um dia a dia bem difícil para obter informações e acompanhar estas empresas. Nesse modelo de investimento, é necessário ser atuante e precisa participar da gestão ou do Conselho de Administração. As companhias de capital fechado, geralmente, não têm uma administração muito profissionalizada, pois são administradas por grupos familiares ou estão no início de suas atividades (startups) e, portanto, possuem poucos padrões de governança. Também não há obrigatoriedade legal na divulgação das informações para que seja possível conhecer bem as questões financeiras, contábeis, estratégicas e de negócio.

Ao investir em companhias de capital aberto temos todas estas questões resolvidas, pois são obrigadas por lei e estimuladas pela Bolsa a fornecer uma série de informações e *disclosure* aos seus acionistas, o que nos permite ter um alto nível de informação sobre cada empresa.

Além do mais, e talvez o ponto mais importante, é que temos algo muito valioso: a LIQUIDEZ.

Ou seja, caso queiramos sair de uma determinada empresa, seja porque achamos que ela não está indo bem, seja porque discordamos de seu plano estratégico, seja porque o seu principal executivo saiu, ou qualquer outro motivo, podemos vendê-la imediatamente no mercado. E isto é simplesmente fantástico.

Pensem como seria nos outros casos que citamos acima, caso fôssemos os empresários do negócio ou se tivéssemos participação em companhias de capital fechado! Quanto tempo levaríamos para achar alguém interessado em comprar nossa participação?

Nas empresas que investimos temos este valor todo dia, toda hora, todo minuto. E é nisto que a Bolsa nos ajuda. Se quisermos encerrar a nossa atividade podemos fazê-lo no espaço de 30 dias no máximo.

É aí que a Bolsa de Valores nos favorece.

## O valor real das empresas

O valor de uma empresa cresce de acordo com o crescimento de seus lucros. Veja o gráfico abaixo, no qual cruzamos o crescimento de lucros de uma cesta de 15 companhias consideradas como “premium” (SFA Index) e seus valores de mercado ao longo do tempo.

Note que há volatilidade (sobe/desce), mas é possível perceber que os valores das empresas evoluem junto com o crescimento de seus lucros.

### Gestão

#### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010

São Paulo – SP – Brasil

Tel: +55 11 5501-4110

[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

### Administração e Custódia

#### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar

Vila Yara – Osasco

São Paulo - Brazil

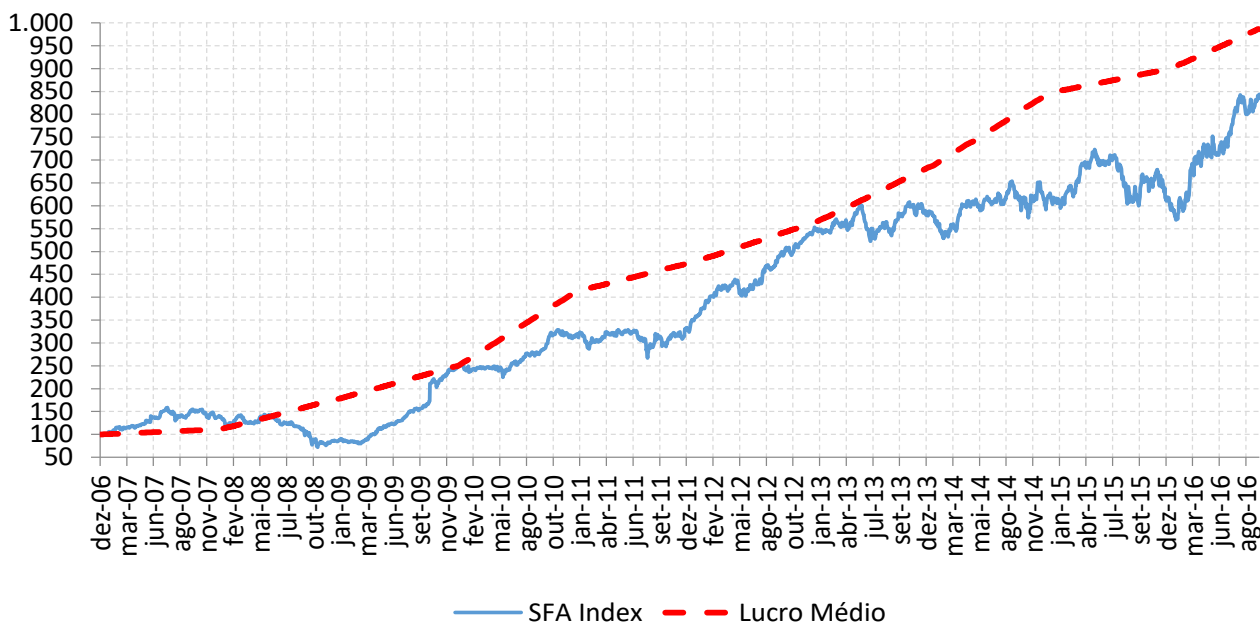
Tel: +55 11 3684-9432

[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)





### SFA Index x Lucro médio desde 2006 (base 100)



Como vimos até agora o objetivo de uma companhia é aumentar receitas e lucros e, portanto, este é o objetivo da nossa holding também.

Mas como sei o valor de uma companhia? Quanto vale uma empresa que dá bastante lucro?

Esta é a última pergunta que falta no processo de seleção de empresas da nossa holding.

Existem muitas métricas para se achar o valor justo de uma companhia, muitas possuem um maior grau de imprevisibilidade e outras um grau menor, mas não existe uma única forma correta.

Se o processo de seleção de uma empresa fosse somente escolher bons negócios, bem administrados, seria simples, pois bastaria escolher um cesta de boas companhias, comprá-las e esperar pelos retornos. Mas não é bem assim que funciona. Dependendo do valor que se paga seu retorno pode ser totalmente diferente daquele imaginado.

Esta análise de valor de um negócio requer muito cuidado e, por isso, utilizamos diversas métricas para avaliá-las. DCF (Fluxo de Caixa Descontado), múltiplo justo, EVA, etc.

#### Gestão

##### SFA INVESTIMENTOS LTDA.

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010  
São Paulo – SP – Brasil  
Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

#### Administração e Custódia

##### BRADESCO BEM DTVM

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
Vila Yara – Osasco  
São Paulo - Brazil  
Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda. e tem caráter meramente informativo. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

Uma análise bastante rica chama-se EPV (Earnings Power Value), ou o Valor Potencial dos lucros da empresa. Este método considera que os lucros que uma companhia gera hoje são sustentáveis a médio/longo prazo, sem considerar o seu crescimento ao longo do tempo, apenas descontando o seu custo de capital. Apesar de parecer fácil, essa avaliação é bem complexa, pois exige encontrar os lucros ajustados advindos das atividades operacionais.

O EPV foi desenvolvido pelo Professor da Universidade de Columbia, Bruce Greenwald e é uma metodologia utilizada por grandes investidores, a qual avalia o valor intrínseco de uma companhia removendo as dificuldades de projetar o futuro que está embutido em outros métodos de avaliação e diminuindo assim o grau de imprevisibilidades.

Portanto, para descobrirmos o valor de uma empresa pelo EPV, devemos fazer uma análise detalhada de seus diferenciais competitivos e descobrir o lucro operacional sustentável que pode ser gerado por ela.

Além de uma seleção criteriosa, este trabalho de avaliação é o que nos permite comprar uma participação em uma empresa por um preço justo, pois isto irá, a longo prazo, maximizar o retorno esperado à nossa holding.

Agradecemos pela confiança.

**Equipe SFA Investimentos**

#### **Gestão**

#### **SFA INVESTIMENTOS LTDA.**

Av. Engº Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9º Andar  
Brooklin - CEP 04571-010  
São Paulo – SP – Brasil  
Tel: +55 11 5501-4110  
[contato@sfainvestimentos.com.br](mailto:contato@sfainvestimentos.com.br)

#### **Administração e Custódia**

#### **BRADESCO BEM DTVM**

Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2º. andar  
Vila Yara – Osasco  
São Paulo - Brazil  
Tel: +55 11 3684-9432  
[centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)



Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda. e tem caráter meramente informativo. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Para a avaliação do desempenho do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze meses). Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.