

“Be focused on process and not outcome.”

Seth Klarman

Founder & CEO of Baupost Group

Neste trimestre, decidimos esperar o resultado das eleições para publicar nossa carta, portanto, até outubro de 2018, o Fundo EAC alcançou uma rentabilidade de 17,49% no acumulado do ano, frente a uma alta de 14,43% do IBOVESPA.

Rentabilidade Fundo EAC														
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acumulado no Ano
2018	EAC	7,93%	5,30%	-0,15%	-0,88%	-7,43%	-4,51%	7,92%	0,53%	1,77%	7,04%			17,49%
	IBOV	11,14%	0,52%	0,01%	0,88%	-10,87%	-5,20%	8,88%	-3,21%	3,48%	10,19%			14,43%

Nos últimos meses, temos destacado nossa visão de recuperação da lucratividade das empresas e a mudança do pêndulo político para um governo mais liberal e reformista. Com a eleição de Jair Bolsonaro (PSL) para presidência do Brasil, a partir de 2019, poderemos voltar a ter um governo mais alinhado com reformas estruturantes, como a da previdência, e comprometido com políticas econômicas mais liberais e ortodoxas. Vale fazer uma ressalva que é o risco de execução devido à inexperiência do novo governo e de sua equipe, porém, o direcionamento político mudou e depois de 16 anos temos um presidente com um discurso mais liberal no campo econômico.

Nestes últimos dois anos, apesar da recessão, vimos acontecer algumas reformas importantes, como a trabalhista e a readequação da TJLP. Também saímos de um cenário de inflação e juros altíssimos para um patamar mais baixo e controlado, o que já permitiu um início de recuperação da atividade econômica, que poderá ser alavancada ainda mais com outras reformas importantes. Essa mudança, como temos destacado desde 2016, têm um efeito grande nas empresas, pois na crise elas se mantiveram em modo de sobrevivência, cortando custos e diminuindo investimentos para se tornarem mais eficientes e, agora, estão em uma posição privilegiada, preparadas para terem expansão de lucratividade e margens quando a economia do País voltar a crescer de forma mais consistente.

Desde a década de 90, observamos o País baseado em um modelo de gastos públicos altos, o que exauriu o resultado fiscal e jogou na política monetária todo o trabalho para ancorar o câmbio. Foi um período em que tivemos os maiores juros reais de nossa história, em média, 17% ao ano, no período 1990 e 2007. Isso trouxe diversas implicações para as empresas e para os investimentos no Brasil, pois vivemos em um



período no qual era muito difícil qualquer investimento superar o CDI. Agora, se tudo se confirmar, poderemos entrar em um cenário oposto, onde o custo de capital será menor e mais barato para as empresas investirem em seus crescimentos.

Na ótica dos investidores, essa mudança será também muito importante. O CDI em patamares mais baixos forçará a busca por outras alternativas de investimentos. Como já mencionamos há algum tempo, isso poderá trazer um fluxo significativo de dinheiro para os fundos de renda variável e para a Bolsa, onde a alocação de investidores e profissionais ainda é baixa.

No cenário internacional continuamos a reforçar nossa visão de que estamos no final de um ciclo e, independentemente se ele ainda durará mais 6 meses ou 2 anos, vemos claramente que está próximo do final. Com os EUA crescendo acima do seu potencial, influenciado pelos estímulos fiscais do presidente Donald Trump e diante da forte aceleração dos ganhos salariais, é muito provável vermos um aumento da inflação e dos juros, trazendo junto com o fim do *quantitative easing*, uma readequação do fluxo de investimentos e da liquidez internacional. Isso traz urgência para o Brasil acelerar as reformas estruturantes tão necessárias, inclusive para enfrentar um ambiente internacional mais hostil.

No Fundo, terminamos o mês outubro com uma exposição em empresas ao redor de 90%. Diminuímos nossa posição em Porto Seguro e aumentamos a posição em Ambev, Itaúsa, B3 e Klabin. Voltamos a comprar Lojas Renner e iniciamos uma nova posição em Ultrapar e Linx. Esta última, já era uma empresa que acompanhávamos há algum tempo e, em meados do mês de agosto, adquirimos 3% do Fundo e fomos surpreendidos positivamente pelo anúncio de que ela estava entrando, junto com a Rede, adquirente do Banco Itaú, no segmento de pagamentos, o que fez com que nossa posição fosse extremamente beneficiada.

Mesmo mais otimistas com o cenário local continuamos a ter hedges, mantendo a política de comprar “seguros” para a carteira. Estamos atualmente com proteções em dólar, Ibovespa e S&P 500.



Setor	%NET	Exposição por Ativo	
Alimentos e Bebidas	3,58%	Tipo	Exposição
Bancos e Seguros	21,70%	Empresas Locais	92,39%
Bens de Capital, Máquinas e Equipamento	5,60%	Empresas Estrangeiras	-
Consumo Básico	1,97%	Dólar	3,89%
Consumo Discricionário	9,15%	Hedge IBOV	(1,83%)
Media, Tecno e Telec	5,05%	Hedge S&P	(2,70%)
Petro Químico e Combustíveis	2,01%		
Real Estate	3,58%		
Serviços Financeiros	4,94%		
Siderurgia	15,76%		
Varejo	2,21%		

A importância de ter uma filosofia e processo de investimento

É muito fácil ver investidores definirem metas de rendimento em seus investimentos, como por exemplo estabelecer que querem obter 12% ao ano. Porém, definir um retorno desejado não garante que ele seja viável e, muito menos, diz o que deve ser feito para alcançá-lo.

Apesar de sermos um fundo fechado para captações, muitas vezes nos deparamos com pessoas que querem saber qual é a nossa expectativa de retorno. Todavia, raras são as perguntas daqueles que querem saber como fazemos nossos investimentos para alcançar nossa performance.

“To be a successful investor, you have to have a philosophy and process you believe in and can stick to, even under pressure”.

Howard Marks

Fazendo uma analogia, na SFA, nossa filosofia é nossa religião e o processo de investimentos, a nossa Bíblia. Nossa filosofia foi moldada há mais de 35 anos, e se constituiu como o maior legado de nosso Family Office. Ela é simples, mas é baseada em quatro pilares muito fortes. São eles:

1. Ações de empresas são a melhor classe de ativos para se investir no longo prazo.
2. Investimos em empresas sob a ótica de um negócio.
3. Buscamos ser sócios de empresas sólidas que adicionam continuamente valor para seus acionistas.
4. Ter liquidez é fundamental e a Bolsa de Valores é apenas um veículo de investimento, que nos permite comprar/vender nossas participações em empresas de forma rápida e fácil.



Mas, uma vez definida a filosofia, era necessário desenvolver um processo para segui-la, afinal existem diversas formas de fazer esse caminho, e foi aí que investimos muito tempo e recursos para criar um processo criterioso e robusto.

É muito comum ouvir que todo fundo de ações busca encontrar boas empresas para investir, que sejam líderes em seus setores, que tenham resultados resilientes, que aloquem bem o capital e que cresçam, mas encontrar essas empresas envolve não somente analisar números financeiros, mas entender o negócio, sua estratégia e principalmente sua administração.

Acreditamos fortemente que a gestão faz a diferença em qualquer empresa. Durante nossa história, vimos que empresas, mesmo em setores difíceis, administradas por pessoas altamente competentes, são capazes de gerar valor ao longo do tempo, enquanto que companhias em setores considerados mais fáceis, mas não muito bem administradas, invariavelmente terminaram destruindo valor para seus acionistas. Nossa conclusão foi: não existem empresas fáceis e negócios a prova de maus gestores.

Outro aspecto importante é o fato de que as empresas bem administradas geram valor aos seus *stakeholders* e acionistas no longo prazo e não em períodos curtos de tempo, por exemplo, em um trimestre ou um semestre. Conhecer o mercado onde ela atua, seu planejamento estratégico de crescimento e se a execução desse plano é bem-feita, é o que gera valor e para tal devemos olhar nossos investimentos sob a ótica do dono do negócio, no longo prazo.

Portanto, para colocar em prática essa filosofia, criamos um processo de análise onde 3 pontos são fundamentais: entender o negócio e a estratégia da empresa; acompanhar de perto sua gestão e execução e analisar a como a empresa remunera o seu acionista e faz sua gestão de risco.

A nossa forma de enxergar risco



Volatilidade não é risco é oportunidade.



Investir boa parte do patrimônio na “bolsa de valores” não é risco, pois investimos em empresas e usamos o veículo bolsa para isso.



Não investir em empresas sólidas e bem geridas é risco.



Não ter liquidez é um grande risco.



Estar concentrado em um único negocio ou setor é risco.

Nós enxergamos risco de uma maneira muito particular e que está exemplificada no quadro acima. Vemos que as pessoas se preocupam muito com a volatilidade de seus investimentos e não com os fundamentos do mesmo.

Acreditamos que risco é perder o capital investido (e obviamente nunca nos expomos a perder além deste capital com estruturas de alavancagem bem comuns no mercado financeiro) em função de escolher de forma errada um ativo/empresa. Se escolhermos investir em uma empresa que vai para recuperação judicial ou entra em falência, este sim é um risco. Se uma determinada empresa é disruptada por uma tecnologia nova, que faz com que a empresa não tenha seu negócio com as mesmas margens e lucratividade, isso é um risco, mas a oscilação momentânea do preço de uma ação em função de humores do mercado, isso, para nós, não é um risco.

Um outro ponto importante é a análise de risco macroeconômico. Em nossa análise, sempre existirão “crises” e grandes oscilações do preço dos ativos no mercado, mas estes movimentos são pouco previsíveis. Comprar um seguro (hedge) para estes momentos é fundamental na política de gestão ativa.

Remuneração do investidor

Este tópico é de extrema importância no nosso processo de investimentos e já escrevemos sobre ele de forma específica na carta de gestão do 4º trimestre de 2017. Nossa visão sobre esse tópico é o grau de importância que os dividendos têm e como eles geram valor para o acionista no longo prazo.

No nosso site você pode baixar esse relatório.

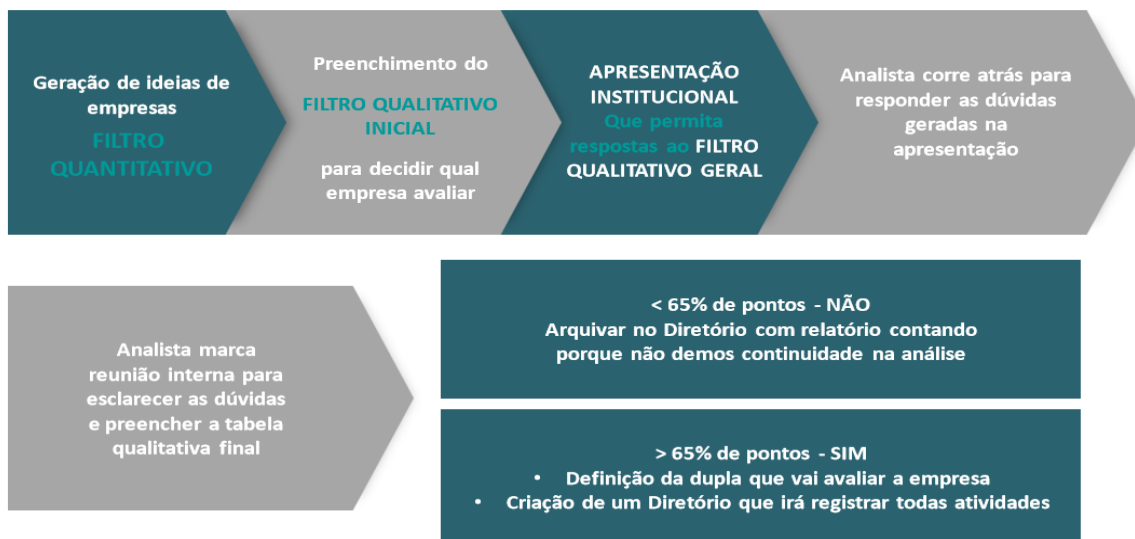
O Processo

Conhecer uma empresa é uma tarefa complexa que normalmente leva tempo. De forma geral, levamos cerca de 4 meses ou até mais tempo no estudo inicial da empresa e de seu modelo de negócios. No entanto, é no acompanhamento das empresas que dedicamos mais energia, pois queremos saber se a gestão está conseguindo tocar o dia a dia com eficiência para alcançar os objetivos definidos pelo “Conselho”.

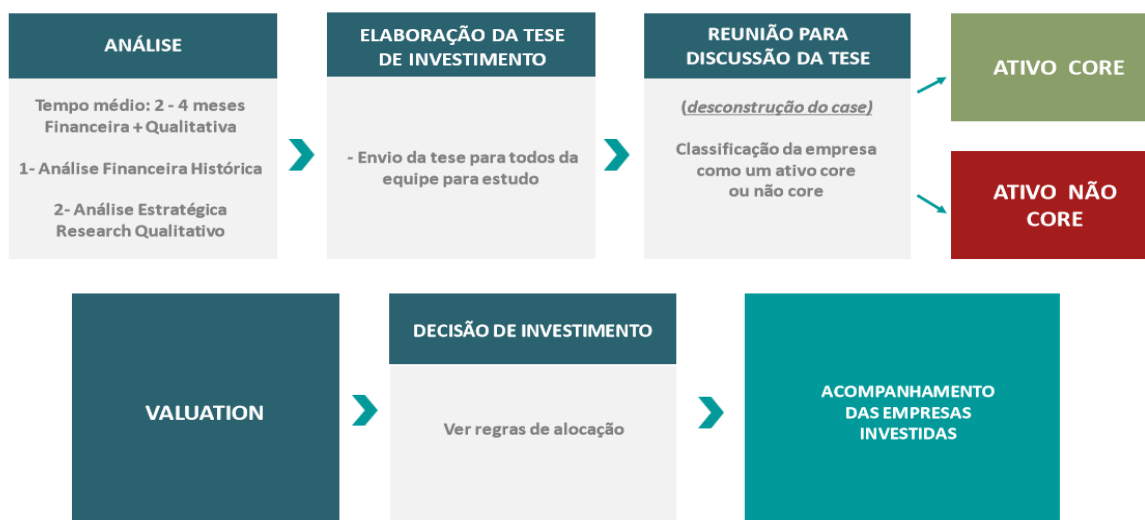
Separamos o processo em duas etapas: A seleção de empresas “Core”, ou seja, aquelas que têm todas as características necessárias para investirmos uma parte significativa de nosso patrimônio e as “Não Core” ou Táticas, aquelas que por algum motivo possuem restrições em seu modelo de negócios e que não nos motivam a sermos acionistas de longo prazo.

Entender e selecionar uma empresa

Começamos com geração de ideias, que podem ser feitas de diversas formas. Ao selecionar uma empresa aplicamos o que chamamos de Filtro Qualitativo Inicial, onde analisamos as características básicas da companhia: se é uma empresa com dono, seu nível de governança, se atua em um setor regulamentado, se depende governo, entre outros aspectos importantes. Através de um questionário pré-definido, atribuímos uma nota de corte com base em cada um dos aspectos qualitativos e somente empresas com nota acima de 65% podem seguir no processo.



Passando a primeira fase definida a equipe de análise (normalmente um analista e um gestor), começamos um estudo institucional da empresa, que visa fornecer subsídios para respondermos o segundo filtro, chamado de Filtro Qualitativo Geral. Da mesma forma que o anterior, mas como muito mais profundidade, analisamos e atribuímos notas a diversos aspectos da companhia como: seu mercado de atuação, as questões societárias, da qualidade do *management*, de sua exposição à concorrência, mudanças tecnológicas etc. Trata-se de um questionário com mais de vinte itens qualitativos e, após ampla discussão e reflexão de toda a equipe, atribuímos as notas de corte de pelo menos 65% de pontos para seguir para a outra etapa.



A terceira fase é a análise em si que está dividida em 2 estudos. A Análise Financeira Histórica e a Análise Estratégica Qualitativa. Na financeira histórica, usamos o método de retroagir pelo menos nos últimos 10 anos nos balanços da empresa para tentar descobrir a relação de causa e efeito das estratégias definidas pela empresa e a eficiência de sua execução em seus resultados financeiros. É uma análise complexa, que temos que ouvir *calls*, entender como a empresa estabeleceu suas estratégias e o que fez para alcançá-la. Nesta análise, conseguimos ter uma visão muito robusta da dinâmica da empresa, seus ciclos econômicos e como ela se comportou em relação as estratégias adotadas.

Paralelamente, na Análise Qualitativa, fazemos um processo de pesquisa investigativa, com entrevistas com público interno e externo da empresa. Procuramos falar com concorrentes, fornecedores, executivos, controladores e ex-funcionários com o objetivo de entender a cultura da empresa, seu alinhamento, espírito de equipe e como ela é vista pelo mercado onde atua.



Chegamos à próxima fase que é a Tese de Investimento. Após sua elaboração pela equipe de estudo, fazemos uma dinâmica de discussão baseada na desconstrução da ideia original apresentada. É um debate profundo, que pode durar dias, onde todos da equipe participam. Nessa fase, ao serem sanadas todas as dúvidas, decidimos se um ativo é Core ou não, em um processo de consenso entre todos.

Após definir se queremos ou não investir naquele negócio, vamos para o Valuation. Note que passamos meses estudando a empresa para só no final do processo analisarmos sua precificação. Acreditamos que uma empresa não é boa ou ruim por causa do seu preço e sim que ele é um balizador para entrar ou sair de um investimento a fim de maximizar nosso retorno. Ele é a ponta do iceberg e entender o negócio é mais importante do que tentar adivinhar qual será seu resultado daqui a 5 anos.

Terminadas todas as fases de avaliação e decidido o investimento, aplicamos as regras de alocação, que seguem outro processo previamente definido e que abordaremos em outra ocasião.

Acompanhar a estratégia e gestão da companhia investida

ACOMPANHAMENTO DE EMPRESAS INVESTIDAS CORE





Como comentamos, agora vem a parte mais importante do nosso processo de análise que é o acompanhamento das empresas Core. Este é um processo que não tem começo, meio e fim porque é contínuo e ininterrupto. O analista tem que ser como um “controller” da empresa, como se estivesse sentado no seu “cockpit” acompanhando tudo o que acontece para reportar mensalmente sobre todas as suas atividades.

Traçando um paralelo, procuramos atuar como se fossemos os controladores do negócio e onde os executivos nos dessem um *report* mensal contínuo sobre tudo o que está acontecendo na empresa, desde as suas vendas, a satisfação dos clientes, o controle de custos, as promoções de funcionários, a atuação da concorrência, enfim, o dia a dia dos negócios.

No acompanhamento das empresas focamos muito nos aspectos estratégicos e monitoramos a sua capacidade de execução. Olhamos seu setor, os concorrentes e quais os principais movimentos e tendências do seu mercado de atuação.

Como comentamos anteriormente, analisamos a equipe e a gestão da empresa, pois entendemos que o seu diferencial está em ter um plano de crescimento factível, alinhado com as tendências de mercado e um time de executivos sérios, competentes e alinhados com estes objetivos.

Como investidores com mentalidade de empresários e visão de longo prazo, sabemos que a vida de uma empresa não é linear, o mundo real é mais complexo do que planilhas e, portanto, os resultados de curto prazo, quando entendidos e avaliados, têm menos importância do que a direção de longo prazo.

É claro que estamos atentos aos movimentos de mercado, mas como falamos, procuramos tirar proveito da volatilidade das ações, pois conhecendo a realidade das empresas de perto podemos aumentar ou diminuir as posições quando julgamos que as oscilações se dão por razão exógenas à empresa. Para nós volatilidade é oportunidade.

Este processo de acompanhamento de cada uma das empresas é baseado em um “scorecard” de itens a serem avaliados constantemente. Nossa equipe, deve cumprir tarefas diárias, mensais e trimestrais para acompanhar de perto a companhia e o processo é pautado por um determinado número de análises, que vão desde notícias da empresa e de seu setor, até reuniões com pessoas da empresa, (executivos e ex-executivos), stakeholders (concorrentes, clientes, fornecedores) e mercado (acionistas, *buy e sell side*, associações, etc). É um grande volume de atividades e reuniões.



Cada empresa recebe uma nota de acompanhamento e analisamos seu “scorecard” trimestralmente para ver se estamos sendo diligentes em todos os aspectos daquele negócio. Não é raro sermos obrigados a fazer estudos de mercado/tendências/pesquisa de campo específicas de um setor ou negócio para termos uma visão mais ampla das suas tendências.

É um trabalho de equipe e de incentivo ao debate amplo e contínuo. Todos analistas e gestores participam da construção do conhecimento e da troca de inteligência. O conhecimento na SFA não pertence à uma pessoa, mas sim, à empresa. Todas as atividades, análises, relatórios, estudos são documentados, desde como fazer um *valuation* até uma análise qualitativa ou financeira histórica. São guias e processos que definem o jeito SFA, nossa forma de pensar e analisar empresas.

Avaliamos a equipe de acordo com os processos de qualidade da análise e não com recomendações de compra/venda de uma ação e entendemos que dessa forma tiramos o viés e a aleatoriedade dos movimentos de curto prazo.

Nesta carta, procuramos falar sobre nossa filosofia e processos e de sua importância na gestão de investimentos de longo prazo em ações. Somos empolgados com o tema e estamos sempre abertos para novas ideias e sugestões.

Agradecemos a sua confiança.

Equipe SFA Investimentos

Gestão

SFA INVESTIMENTOS LTDA

Av. Eng^o Luiz Carlos Berrini, 1253 – 9^o Andar

Brooklin - CEP 04571-010

São Paulo - Brazil

Tel: +55 11 5501-4110

contato@sfainvestimentos.com.br

Administração e Custódia

BRADESCO BEM DTVM

Av. Cidade de Deus, Prédio Amarelo, 2^o. andar

Vila Yara – Osasco

São Paulo - Brazil

Tel: +55 11 3684-9432

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