



**SKOPOS**  
ADMINISTRADORA DE RECURSOS

*“Desenvolva suas excentricidades enquanto você é jovem. Assim, quando ficar velho, as pessoas não vão pensar que você está ficando gá-gá”.*  
David Ogilvy

No último trimestre de 2003 o **Skopos HG** valorizou-se 9,4% acumulando 33,5% no ano. Dado que a inflação medida pelo IGP-M foi de 8,8%, o fundo conseguiu um retorno real de 22%, atingindo pelo 3º ano, o objetivo da gestão. Em dezembro, iniciamos uma nova fase, eliminando a alavancagem e focando na seleção de ativos. Para nós, descobrir boas empresas, administradas por bons gestores é uma atividade bastante prazerosa. Para os cotistas, inclusive nós mesmos, essa atividade é bastante lucrativa. Nossos exercícios de futurologia, no entanto, não tiveram tanto êxito. Demoramos para perceber que a maré estava subindo no mundo todo. E quando a maré sobe, todos os barcos sobem junto.

Até recentemente, sempre divulgávamos as posições compradas do fundo de maneira bastante detalhada. Em função da complexidade dos instrumentos de hedge, isso não era suficiente para que alguém entendesse exatamente nossa posição consolidada. Com as mudanças recentes, vamos diminuir o nível de detalhes. Essa mudança visa facilitar nossa atuação no mercado.

### Opção pelas melhores empresas

É muito gratificante saber que dentre os investidores do Fundo ao final de 2003, 90% já o eram ao final de 2002. Como grande parte do patrimônio dos gestores é mantido no Fundo e nossa renda é reinvestida periodicamente, gostaríamos, mais uma vez, de salientar que somos sócios nesse negócio.

Recentemente, tem sido mais difícil encontrar ativos a preços realmente confortáveis. O que ainda existe são negócios medíocres e baratos. Nossas ações, depois das recentes altas, já não são pechinchas. Nesse período, reduzimos nossa exposição ao mercado e optamos por manter nossos melhores negócios a preços medíocres ao invés de trocá-los por negócios medíocres e mais baratos.

No longo prazo, julgamos essa estratégia vencedora. Esse conceito é muito importante e vamos ilustrá-lo com um exemplo de duas empresas hipotéticas, não alavancadas, com o mesmo patrimônio de R\$100. A empresa AAA é um negócio superior, lucrando R\$30 ou 30% a.a. no longo prazo. Sua ação é negociada a R\$300, ou seja, 3 vezes o valor patrimonial e 10 vezes o lucro. A empresa B- é um negócio medíocre lucrando R\$6 ou 6% a.a. no longo prazo. Sua ação é negociada a R\$50, ou seja, metade do valor patrimonial e 8,3 vezes o lucro. Numa primeira análise, a segunda empresa parece barata em relação à primeira. Seria vantajoso trocar a posição do fundo, tentando “arbitrar” essa diferença, apostando na ação mais barata? A resposta é definitivamente não. Segundo Buffett, “O tempo é amigo dos negócios maravilhosos e inimigo dos medíocres”.

Os quadros a seguir ilustram qual o retorno esperado dessas ações nos próximos 10 anos. No 1º estamos supondo que no final as duas vão estar sendo negociadas a 100% do Valor Patrimonial.

| AAA     |             | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 | Ano 6 | Ano 7 | Ano 8 | Ano 9 | Ano 10 | %           |
|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| Retorno | Preço       | 300   | 345   | 397   | 457   | 526   | 605   | 696   | 801   | 922   | 1.060  | <b>253%</b> |
|         | 30% Patrim. | 100   | 130   | 169   | 220   | 286   | 371   | 483   | 627   | 816   | 1.060  |             |
|         | Lucro       | 30    | 39    | 51    | 66    | 86    | 111   | 145   | 188   | 245   | 318    |             |
|         | P/L         | 10    | 8,9   | 7,8   | 6,9   | 6,1   | 5,4   | 4,8   | 4,3   | 3,8   | 3,3    |             |

| B-      |            | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 | Ano 6 | Ano 7 | Ano 8 | Ano 9 | Ano 10 | %           |
|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| Retorno | Preço      | 50    | 57    | 66    | 75    | 86    | 98    | 113   | 129   | 148   | 169    | <b>238%</b> |
|         | 6% Patrim. | 100   | 106   | 112   | 119   | 126   | 134   | 142   | 150   | 159   | 169    |             |
|         | Lucro      | 6     | 6     | 7     | 7     | 8     | 8     | 9     | 9     | 10    | 10     |             |
|         | P/L        | 8,3   | 9     | 9,7   | 10,5  | 11,3  | 12,2  | 13,2  | 14,3  | 15,4  | 16,7   |             |

Mesmo admitindo essa hipótese, mesmo que a B- esteja negociando a 16,7 vezes o lucro e a AAA a 3,3, teríamos um retorno de 253% versus 238%. O quadro a seguir mostra o que acontece na maioria dos casos, onde a diferença de múltiplos se mantém mais ou menos constante ao longo do tempo.

| AAA     |             | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 | Ano 6 | Ano 7 | Ano 8 | Ano 9 | Ano 10 | %           |
|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|
| Retorno | Preço       | 300   | 390   | 507   | 659   | 857   | 1114  | 1448  | 1882  | 2447  | 3.181  | <b>960%</b> |
|         | 30% Patrim. | 100   | 130   | 169   | 220   | 286   | 371   | 483   | 627   | 816   | 1.060  |             |
|         | Lucro       | 30    | 39    | 51    | 66    | 86    | 111   | 145   | 188   | 245   | 318    |             |
|         | PL          | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10     |             |

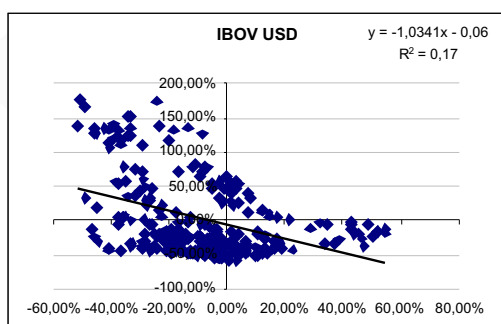
| B-      |            | Ano 1 | Ano 2 | Ano 3 | Ano 4 | Ano 5 | Ano 6 | Ano 7 | Ano 8 | Ano 9 | Ano 10 | %          |
|---------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| Retorno | Preço      | 50    | 53    | 56    | 60    | 63    | 67    | 71    | 75    | 80    | 84     | <b>69%</b> |
|         | 6% Patrim. | 100   | 106   | 112   | 119   | 126   | 134   | 142   | 150   | 159   | 169    |            |
|         | Lucro      | 6     | 6     | 7     | 7     | 8     | 8     | 9     | 9     | 10    | 10     |            |
|         | PL         | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3   | 8,3    |            |

Se a relação P/L (Preço sobre Lucro) se mantiver em 10 vezes na AAA e 8,3 na B+, ao final do período os retornos vão ser de 960% contra 69%, respectivamente. Via de regra isso acaba acontecendo. Sendo assim, na dúvida, fique com as melhores ações, não as mais baratas.

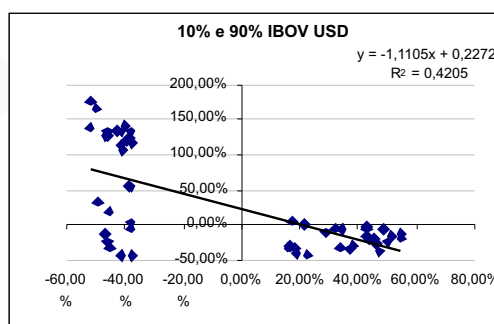
### Nossa estratégia para o início de 2004

Em janeiro, o Ibovespa estava 60% acima de seu preço médio de 1 ano. Existe uma tendência (não uma certeza) do mercado de corrigir exageros. Sendo assim, estamos reduzindo paulatinamente nossa exposição comprada e utilizando algumas posições vendidas para proteger a carteira. O gráfico a seguir mostra a relação entre o preço atual sobre a média anual do Ibovespa e sua variação um ano depois.

**Base semanal desde 1997**



**Extremos da amostra**



Coluna x = Preço/Media Coluna Y = Retorno ex-post depois de 1 ano

Como é possível notar, quando o mercado está muito "esticado", existe uma tendência de queda no retorno esperado para os próximos 12 meses. O inverso também é válido. Essa tendência se acentua nas regiões extremas (situação atual). É a confirmação de que comprar na baixa e vender na alta é a melhor estratégia. O patamar atual recomenda cautela.

### Opção pelo longo Prazo

Perde-se muito tempo discutindo comportamento do mercado. Uma mesma empresa, muitas vezes sofre bruscas variações de preço sem que seu valor tenha se alterado. Parece contra intuitivo, mas fazer previsão de preço a curto-prazo é uma tarefa muito mais difícil que estimar o longo prazo. É mais ou menos como se alguém perguntasse a temperatura daqui a uma semana. Vai ser maior ou menor que a temperatura de hoje? Por outro lado, se a pergunta fosse quando vai ser mais quente, janeiro ou julho, todo mundo acertaria. Mas qual a graça nisso? Qual o desafio? Existe uma tendência de se valorizar os acertos de curto prazo - até porquê eles são mais difíceis. Quando um analista - ou um gestor - faz uma seqüência de previsões corretas, ele vive seu momento de fama instantânea - o Skopos HG já teve seus dias. Agora queremos responder somente as perguntas mais fáceis. É um "Show do milhão" diferente. O prêmio é o mesmo, mas o candidato escolhe se a pergunta vai ser fácil ou difícil. Escolheremos as fáceis. Janeiro vai ser mais quente que julho no Brasil. Empresas excepcionais compradas a preços razoáveis vão gerar retornos superiores. É fácil, basta ter paciência. O modelo atual nos força a pensar mais longe, nos estimula a buscar somente as melhores empresas, nos melhores negócios e geridas pelas melhores pessoas. Estamos cada vez mais confiantes que se essa não é a única, é com certeza, a maneira mais fácil de ganhar dinheiro no mercado acionário.

### Obrigado pela confiança.

### Skopos Administradora de Recursos

O Skopos HG FIA é um fundo de investimento em ações, dedicado a investidores qualificados, com objetivo de obter retorno absoluto operando prioritariamente o mercado de ações. Além disso, pode se utilizar de instrumentos de derivativos com objetivo de proteção ou alavancagem, de acordo com a estratégia da gestão.