

"...you know that thing Dostoyevsky wrote on gambling? It's like that. When you are surrounded by endless possibilities, one of the hardest things you can do is pass them up. See what I mean?"*

Nowregian Wood. Haruki Murakami

7 de fevereiro de 2013.

Em 2012, o Skopos BRK valorizou-se 32.17% contra 7,4% do Ibovespa e 14.2% de nosso benchmark de IGPM+6% ao ano. Consideramos esse resultado muito bom, dado o início difícil de 2012 e a não confirmação dos nossos cenários macroeconômicos sombrios para a crise europeia. Mais uma vez, as posições de longo prazo do fundo foram as grandes responsáveis pelo resultado. Os derivativos continuaram agregando resultado positivo ao fundo. Mesmo com nossa (histórica) incapacidade de prever o futuro conseguimos ter um retorno satisfatório.

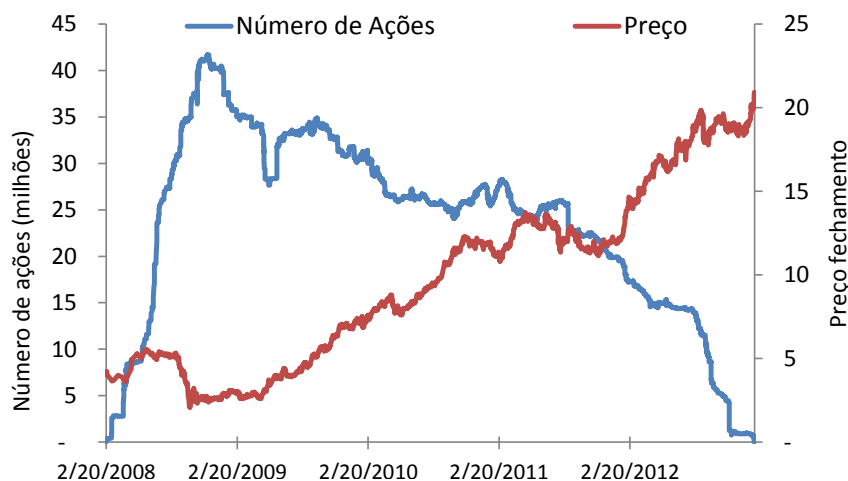
Visão Macro – O que mudou?

Acreditamos que o mundo continua num processo de desalavancagem, que se iniciou em 2008 nos EUA com a crise hipotecária e se espalhou para outros mercados, especialmente, o mercado de dívida soberana de países periféricos da zona do Euro. Esse processo tem como consequência, uma queda no crescimento do PIB mundial que vai persistir enquanto durar o processo. Liquidação de dívidas através do aumento de poupança, crises de crédito que levam ao aumento de defaults e inflação, são os mecanismos tradicionais nesse processo. Os dois primeiros tendem a criar pressões deflacionárias e de queda nos preços de ativos. A inflação é uma decisão política de reduzir o valor real da dívida através da impressão de moeda. Em 2012, passamos a dar um peso sensivelmente maior a probabilidade de que a solução de longo prazo passará por uma inflação maior. Atualmente, EUA, Europa e Japão estão oferecendo condições de liquidez praticamente ilimitada, reduzindo sensivelmente a possibilidade de deflação.

Arteris (Ex-OHL Brasil) – Encerramento da Posição

Recentemente encerramos nossa posição de Arteris. Acreditamos que o mercado finalmente precificou de maneira adequada o ativo. Foi sem dúvida nenhuma uma das posições que mais contribuiu com o retorno do fundo e gostaríamos de ressaltar aqui nosso agradecimento a todos executivos da Arteris e da OHL Espanha que tanto fizeram pela companhia nesse período que estivemos investidos.

Figura 1 – Arteris (ex-OHL Brasil) entrada e saída da posição



Fonte: Skopos; 31/01/2013

* "...sabe o que Dostoyevsky escreveu sobre jogos de azar? Funciona dessa forma. Quando você está cercado de infinitas possibilidades, uma das coisas mais difíceis de se fazer é não fazer nada. Entende o que digo?"

Figura 2 – Arteris (ex-OHL Brasil) modelo risco e retorno

Cenários	Pessimista	Base	Otimista
Probabilidade	20%	60%	20%
Preço Atual		21.4	
Preço Alvo 2015 Nominal	18.9	23.6	28.8
Preço Alvo 2015 Real	16.5	20.7	25.2
Retorno Total Nominal / anual	-4%	3%	10%
Retorno Total Real / anual	-8%	-1%	6%

Fonte: Skopos; 06/02/2013

PDG Realty – Value Investing?

Sempre fomos muito críticos das empresas de incorporação imobiliária no Brasil que se posicionaram em modelos de negócios que considerávamos insensatos e em alguns casos insanos. Métricas de valor que levavam em consideração “Land Bank”, VGV, VSO etc. (não vale a pena explicar o que são) serviam mais para mascarar a realidade de que as empresas estavam totalmente fora de controle, e o maior sintoma da doença era a queima constante de caixa apesar do belo lucro contábil. PDG é um dos maiores exemplos desse modelo de negócios.

Após o IPO, sucessivos aumentos de capital e de fusões com empresas menores e com problemas, finalmente a empresa assumiu em 2012 que os custos estavam fora de controle, que os lançamentos teriam de ser reduzidos. A Vinci, uma empresa de Private Equity que tinha relações históricas com a empresa, participando de sua fundação, aportou R\$480 milhões, e o mercado aportou mais R\$320 milhões, e se comprometeu com uma profunda reestruturação dos negócios.

Os resultados seguintes vieram carregados de ajustes contábeis na ordem de R\$600 milhões de um total de obras em andamento de R\$11 bilhões. Com isso, as ações da empresa atingiram novas mínimas, inclusive negociando a um preço abaixo do aumento de capital feito pela própria Vinci.

A Vinci não é um investidor desinformado, além de dinheiro, deslocou para a PDG, executivos de confiança, liderados pelo CEO Carlos Piani. Vindo da Equatorial, Piani tem a missão de arrumar a casa de uma empresa que cresceu rápido demais e perdeu controle sobre a operação. Nossa tese é simples e se baseia num misto de valor de liquidação e valuation da Nova PDG após o downsizing da operação. Nesse exercício, concluímos que apesar do alto risco percebido, o valuation atual oferece margem de segurança suficiente para dizer que a PDG aos preços atuais é um investimento de baixo risco. Dizer que uma ação que negocia com uma volatilidade duas vezes maior que a média do mercado se trata de uma aposta de baixo risco parece uma heresia. Gostaríamos de demonstrar a seguir nossa tese, que é muito simples.

Para analisar o negócio dividimos a empresa em duas partes.

A Antiga PDG (OldCo): vai ser teoricamente liquidada. Para fazer isso, ela executa os lançamentos feitos até 2011, liquida dívidas à medida que recebíveis são pagos e paga despesas administrativas e financeiras até o final das obras. Ao final, o patrimônio líquido da OldCo pode ser pago na forma de dividendos ou pode servir de base para capitalizar a Nova PDG (NewCo).

A Nova PDG (NewCo): Empresa que nasce pós 2011, com lançamentos em 2012 da ordem de R\$2-3 bilhões. Muito menor que a OldCo, mas, sem os problemas de controle da antecessora, a NewCo será uma incorporadora mais focada em São Paulo e Rio de Janeiro, atuando em segmentos

em que entende melhor e onde tem alguma vantagem competitiva. Essa empresa deverá lançar entre R\$2 bilhões e R\$5 bilhões ao ano a partir de 2015. Assumimos que essa NewCo terá um patrimônio líquido igual ao volume de lançamentos normalizado. Se esse patrimônio for remunerado acima do custo de capital, assumimos que ela vai negociar a 1,5x o Patrimônio Líquido, em linha com outras empresas semelhantes que hoje operam entre 1,2 e 2,4 x o Patrimônio Líquido.

Caso o patrimônio líquido da OldCo seja maior que o necessário para a operação da NewCo o excedente será distribuído na forma de dividendos. A visão financeira pragmática da nova gestão só vai investir capital acima do custo de oportunidade.

O retorno total para o acionista atual é a somatória do valor patrimonial da OldCo, monetizado em 2015, mais o valor de mercado da NewCo que deve ser de 1,5 vezes o volume lançado a partir de 2015 menos o patrimônio líquido da NewCo que é o capital retido necessário para sustentar a nova operação.

Assumimos que não existe correlação entre os possíveis cenários de valor para a OldCo e para a NewCo, e por isso, fazemos uma combinação entre três cenários possíveis para cada uma das empresas no cálculo do range de valor da NewCo em 2015.

Cálculo de Valor para OldCo.

Patrimônio Líquido Atual (+)	R\$6.8 bi
Lucro de Obras a apropriar (+)	R\$1.2 bi
<u>SG&A atribuído a OldCo até 2015 (-)</u>	<u>R\$1.0 bi</u>
<i>Base de Cálculo (=)</i>	<i>R\$7.0 bi</i>
Cost Overrun/write-offs (-)	R\$1.2 bi
<u>Lucro da NewCo até 2015 (+)</u>	<u>R\$0.2 bi</u>
<i>Cenário Base (=)</i>	<i>R\$6.0 bi</i>

Ao cenário Base atribuímos probabilidade de 60%. Para os cenários otimista e pessimista adicionamos ou tiramos R\$1 bilhão da conta para contemplar custos maiores ou menores e resultado da NewCo até lá. A cada um dos cenários alternativos damos peso de 20%.

Para a NewCo, assumimos um volume de lançamentos a partir de 2015 de R\$3,5 bilhões (60% abaixo de 2011). Para isso a empresa necessitaria um patrimônio de R\$3,5 bilhões e negociaria a 1.5x patrimônio líquido. A esse cenário, atribuímos probabilidade de 60% e os cenários alternativos são uma empresa com lançamentos de R\$2 bilhões no cenário pessimista e de R\$5 bilhões no otimista.

Cálculo do retorno ao comprador de ação hoje.

Target = Valor de mercado na NewCo + Dividendos recebidos

Valor da NewCo = Volume lançado x 1.5

Dividendos Recebidos = Pat. Líquido OldCo – Pat. Líquido da NewCo (volume lançado)

Figura 3 – PDG cenários

Cenários

OldCo

Cenário	Probab.	Patrimônio no final de 2015
(A) Pessimista	20%	5,0 bi
(B) Base	60%	6,0 bi
(C) Otimista	20%	7,0 bi

NewCo

Cenário	Probab.	Tamanho da nova empresa em lançamentos anuais
(1) Pessimista	20%	2,0 bi
(2) Base	60%	3,5 bi
(3) Otimista	20%	5,0 bi

Combinação dos cenários

	Probab.	Lçtos NewCo (a)	Valuation NewCo (a x 1,5)	+	Patrimônio OldCo	-	Patrimônio NewCo	=	Total	Target 2015 PDGR3	Retorno Anual
(A1)	4%	2,0 bi	3,0 bi		5,0 bi		2,0 bi		6,00 bi	4,48	14,3%
(A2)	12%	3,5 bi	5,3 bi		5,0 bi		3,5 bi		6,75 bi	5,04	18,9%
(A3)	4%	5,0 bi	7,5 bi		5,0 bi		5,0 bi		7,50 bi	5,60	23,1%
(B1)	12%	2,0 bi	3,0 bi		6,0 bi		2,0 bi		7,00 bi	5,23	20,3%
(B2)	36%	3,5 bi	5,3 bi		6,0 bi		3,5 bi		7,75 bi	5,79	24,5%
(B3)	12%	5,0 bi	7,5 bi		6,0 bi		5,0 bi		8,50 bi	6,34	28,4%
(C1)	4%	2,0 bi	3,0 bi		7,0 bi		2,0 bi		8,00 bi	5,97	25,8%
(C2)	12%	3,5 bi	5,3 bi		7,0 bi		3,5 bi		8,75 bi	6,53	29,6%
(C3)	4%	5,0 bi	7,5 bi		7,0 bi		5,0 bi		9,50 bi	7,09	33,2%

Fonte: Skopos

Assim, nos preços atuais, o retorno deve ficar entre 14% e 33% ao ano pelos próximos três anos, ou seja, um target entre R\$4,5 e R\$7,1, comprado com um preço atual de R\$3,00.

Riscos:

1) Volume de perdas ser muito maior que os R\$1,2 bilhões assumidos na hipótese básica e R\$2,2 bilhões na hipótese conservadora.

2) NewCo continuar a realizar lançamentos sem a devida análise econômica e financeira e continuar a destruir o patrimônio líquido dos acionistas.

Temos olhado essa empresa principalmente questionando o que pode dar errado. Acreditamos que para o risco de estouros superiores a R\$2,2 bilhões existe conforto tanto da direção atual, quanto do mais pessimista dos analistas, que esse número comporta o estrago feito pela antiga gestão.

Quanto ao segundo risco, estamos ainda mais tranquilos. No limite, a visão financeira do novo management vai encolher a operação suficientemente para que erros que quase destruíram a empresa não se repitam. Essa confiança é reforçada por experiências anteriores em outros negócios que necessitavam de reestruturação.

Contax – Uma importante conquista para os acionistas

No dia 23 de janeiro de 2013, junto com a CSHG, enviamos correspondência a Contax sugerindo a incorporação da Contax pela sua controladora, CTX Participações. No dia 27, a CTX enviou correspondência a Contax, concordando com os termos gerais da proposta de incorporação que será aprovada em assembleia a ser marcada para deliberar sobre o assunto.

Basicamente a proposta engloba três pontos:

- 1) Incorporação de ações onde as ações ordinárias do bloco de controle recebem um prêmio de 25% sobre as demais ações.
- 2) Assunção de R\$74 milhões de dívidas da CTX, base de balanço do 3º Tri de 2012.
- 3) Migração para o nível 2 de governança e veto de prêmio adicional para qualquer classe de ação em caso de migração futura para o novo mercado.

Dessa forma, com aumento na quantidade de ações em circulação e em função da assunção da dívida, calculamos uma diluição total da ordem de 10%. Achamos esse um preço razoável a ser pago para o alinhamento de interesses entre todos os acionistas e gestão no sentido de destravar o valor da empresa. Usamos esse termo, pois consideramos que as ações sempre embutiram um desconto grande em relação ao valor justo e ao potencial de valorização em função da estrutura de controle que prevalecia até o momento. Esse desconto tende a desaparecer no futuro, e, se os resultados operacionais esperados se confirmarem, enxergamos um grande potencial de valorização nessa posição.

Ações: quando não decidir é uma decisão arriscada

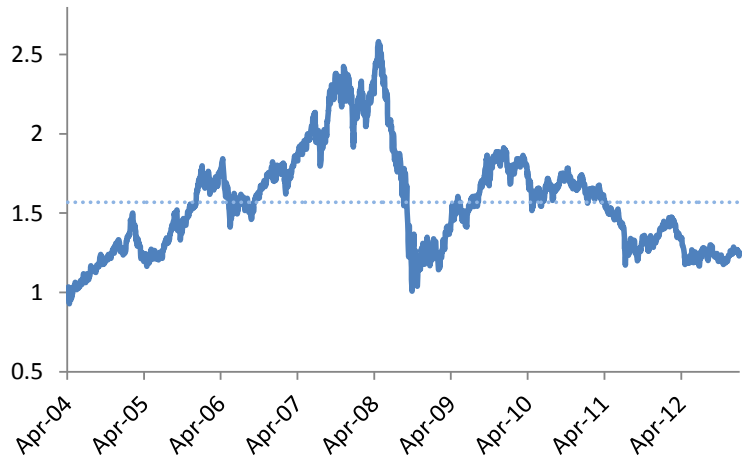
O Ibovespa está hoje praticamente no mesmo patamar que estava em julho de 2007. Antes do Investment Grade, quando os juros americanos ainda eram de 4,5% e nossa Selic rodava perto dos 12%. Os títulos do governo pagavam um prêmio acima da inflação ao redor de 8% e mesmo assim, o fluxo de recursos sustentava os mercados em alta e ainda absorvia alguns bilhões de IPO's por ano.

Desde então, o PIB nominal Brasileiro cresceu de R\$2,66 trilhões para algo próximo de R\$4,5 trilhões (+70,3%). No longo prazo, como margem de lucro é estável, o preço das ações segue o comportamento do PIB Nominal. Isso dá uma idéia de como a bolsa hoje esta bem mais barata que em 2007. Além disso, o custo de oportunidade caiu em todo o mundo e definitivamente o novo modelo macroeconômico brasileiro não vai admitir juros reais de 8%. Assim, lucros maiores, taxa de desconto mais baixas criam um piso de queda para o preço das ações.

Sem descer em detalhes de composição de índice, não usando o Ibovespa, mas o IBX-100, o que se sabe é que muita coisa subiu muito, e muita coisa caiu muito e o valor de mercado como um todo permaneceu basicamente estável. A tendência de aumento de participação de fundos e investidores pessoa física foi totalmente revertida num sinal de capitulação da tese de que bolsa é um bom investimento no longo prazo. Agora, todo mundo quer renda, mas de preferência um fundo imobiliário ou produto similar.

Mas essa lógica é fácil de ser entendida quando se compara o retorno da Bolsa (IBX-100) com a carteira de títulos públicos do governo (IMA). Olhando dessa perspectiva, as ações estão quase ao mesmo valor relativo do auge da crise de 2008/09.

Figura 4 – Ibx/IMA-Geral – retorno do mercado de ações vs retorno da renda fixa



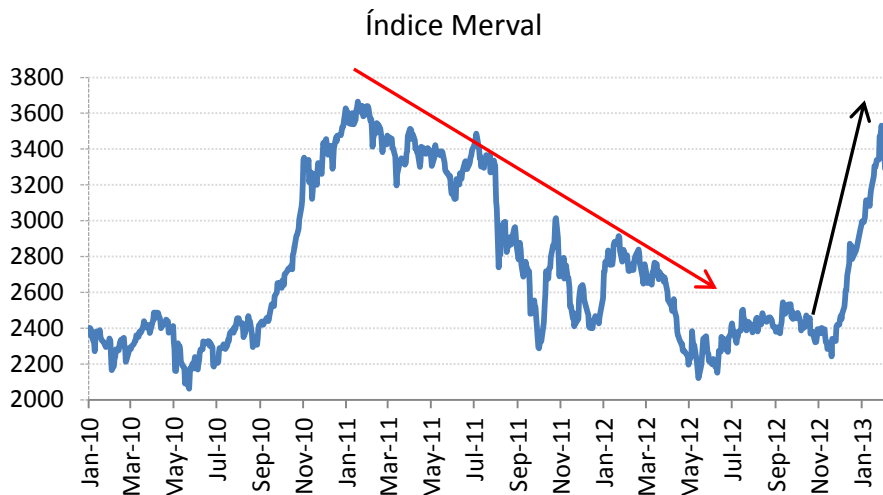
Fonte: Economática e Anbima

Poderíamos argumentar *ad nauseum* sobre o porquê, dada à escolha de monetização de dívidas por Bancos Centrais com Quantitative Easing infinitos, investir em bolsa hoje é muito menos arriscado que manter o dinheiro em caixa. Moedas emitidas (Fiat Money) em si não tem valor intrínseco. Servem como meio de troca e teoricamente reserva de valor. Para manter o dinheiro, o investidor é remunerado pela taxa de juros. Atualmente em quase todos os países, inclusive no Brasil, manter caixa significa pagar um prêmio na forma de rendimentos reais negativos, na espera que os ativos caiam de valor (deflação). Enquanto isso não acontece, o investidor perde poder de compra. Quando todos decidirem sair do caixa, o preço dos ativos sobe (vide exemplo da bolsa da Argentina nos últimos seis meses no gráfico abaixo). **Apesar das incertezas, deflação não é mais uma possibilidade e, portanto, manter caixa não faz sentido.**

Obrigado pela confiança,

Skopos Investimentos

Figura 5 – Bolsa de Comércio de Buenos Aires: +44% em três meses



Fonte: Bloomberg