



SKOPOS

ADMINISTRADORA DE RECURSOS

"Se o malandro soubesse como é bom ser honesto,
seria honesto só por malandragem"

Jorge Ben

Agosto 2005

Em agosto o Skopos HG valorizou 1,15%. Considerando que o Ibovespa subiu 7% no período, esse resultado ficou abaixo do esperado. Como nada de excepcional aconteceu com nossa carteira, acreditamos que existe um espaço de valorização do fundo no curto prazo. Como previsão de curto prazo não é nossa praia e a nossa última carta reforçou nosso viés otimista para o mercado de ações, mantivemos nossa performance de acertos e o mercado subiu, mas o fundo não. Com a percepção de que somente o ruído político não vai ser suficiente para mudar a condução da política econômica, a bolsa segue seu rumo de alta.

Continuamos com nossas principais posições, Fosfertil, Copel, Metal Leve, Romi e Gerdau. Além dessas posições, mantemos uma carteira com aproximadamente 15 nomes, pouco líquidos, de empresas que representam um potencial de investimento, mas ainda não fazem parte das 5 maiores posições. Historicamente essas ações concentram entre 80 e 90% do PL do fundo. Da nossa "micoteca", destacamos a Cyrela (ex-Brazil Realty), que subiu 700% desde nosso investimento com o anúncio de que vai reabrir o capital. Essa operação confirma que os IPO's, em função da maior visibilidade e das garantias oferecidas pelos novos padrões de governança, comandam múltiplos muito maiores, que as empresas que tradicionalmente compõe nosso portfólio. Mesmo com essa valorização, estudamos um pequeno investimento nesse IPO, nossa estréia nessas operações.

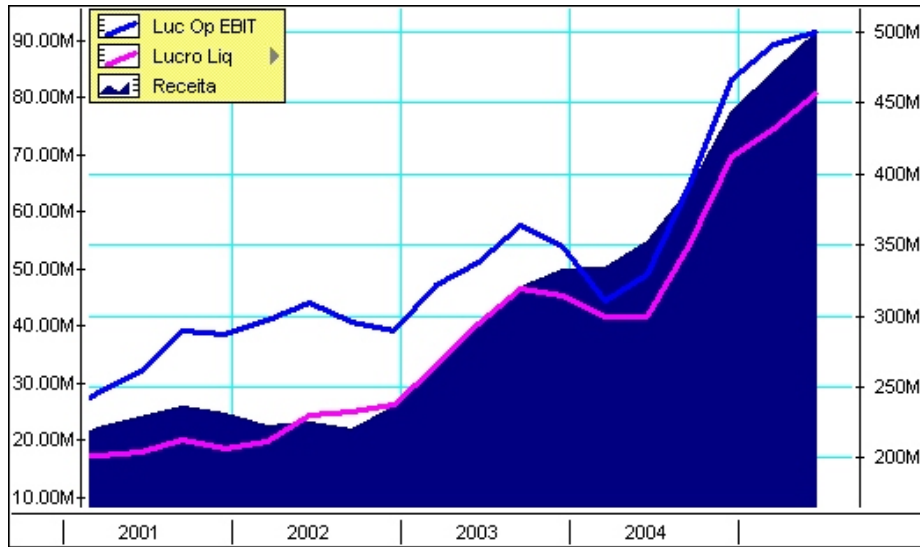
Gostaríamos de voltar ao nosso caso de Romi. Nosso primeiro investimento na empresa foi a 4 anos. Desde então, a ação se valorizou dez vezes, a receita triplicou e o lucro multiplicou-se por 5. Apesar da valorização, está negociando a 4 vezes o lucro e com perspectiva sólida de crescimento para os próximos 4 anos. Com o passar do tempo, nosso respeito pela empresa e admiração pela administração só cresceu. Achamos que a empresa está preparada para o próximo passo: uma aproximação maior com o mercado.

O valor atual da Cyrela, mostra o potencial de uma empresa como a Romi. Depois do crescimento do PIB em 2004, ficou claro que o Brasil só pode crescer com mais investimentos em capacidade produtiva. Em 2005, é justamente a indústria de bens de capital que está puxando o crescimento do PIB. A queda de juros vai acelerar esse processo pois os empresários vão estar mais confiantes em investir no aumento de capacidade. Faltam ainda as mudanças nas práticas de governança corporativa. Felizmente, os bons exemplos criam um contágio positivo. Casos de sucesso como Natura e Gol, mostram aos controladores de bons negócios, que boas práticas de governança são muito recompensadoras. Além de melhorar a imagem da empresa no mercado, elas criam um compromisso em toda a corporação, um senso de responsabilidade e de orgulho que trazem excelentes resultados no longo prazo. As pequenas concessões, como maior abertura de resultados e direito a voto para todos os acionistas ficam pequenas diante dos benefícios. Atualmente, até o dogmático tag along integral, se tornou irrelevante diante das vantagens de ter uma ação bem precificada pois o prêmio de controle é baixo em empresas com múltiplos próximos dos padrões internacionais.

Apesar da facilidade de falar de aspectos qualitativos, vamos aos números. Apresentamos nossas expectativas para a empresa nos próximos 4 anos. Projetamos um crescimento de 19% a.a. Entre os principais fatores para esse desempenho estão a acelerada expansão no segmento de fundidos e usinados, que hoje representa 25% da receita e está aumentando a capacidade em 50% em 2005 e pode triplicar nos próximos 3 anos. Temos ainda o lançamento da **Linha E** para tornos em 2004 e para centros de usinagem em 2006. Essas linhas vão competir diretamente com importados que reinavam absolutos nesse segmento de máquinas maiores. Vale sempre lembrar que os competidores estão na Europa e no Japão, e tecnologia, qualidade, assistência técnica e preço, nessa ordem, são os fatores determinantes para o sucesso. Somente essas novas linhas podem dobrar o mercado atual da Romi nesse segmento, algo

como 45% da receita atual. Não estamos computando possíveis aquisições que podem ocorrer. Os últimos 4 anos provam que nossas projeções são factíveis.

Evolução de Resultados da Romi



Estamos sendo conservadores nas projeções de lucro, assumindo que a maior pressão competitiva de importados, anule os efeitos positivos da diluição de custos fixos. Além disso, não estamos incorporando uma expansão da atividade bancária da empresa, um aspecto muito pouco conhecido, mas com um enorme potencial de ganho nos próximos anos.

O aspecto mais discutível de nossa premissa é o aumento do PL de 5 para 8. Achamos que isso vai ocorrer em função das mudanças nas práticas de governança e de abertura para o mercado.

	2005	2006	2007	2008	2009	Cresc%
Receita	530	640	770	930	1070	19%
EBIT	90	107	127	155	181	19%
Lucro Líquido	82	96	115	135	160	18%
Preço/Lucro	5	6	7	8	8	-
Valor Mercado	410	576	805	1080	1280	33%
Var. %	-	40%	40%	34%	19%	-

Outras empresas com grau de governança que se enquadram no novo mercado negociam a P/L bem superiores a 8. Não vamos aqui questionar se esses múltiplos se justificam ou não, mas são uma referência para empresas que fizerem o mesmo trabalho.

Lojas Renner	14.5
Gol	23.5
Natura	21
CPFL	12
Grendene	9

Dado que no Brasil, nível de investimentos/PIB está na casa de 18% a.a. (China = 42%) estamos muito confiantes que essa empresa é um dos melhores veículos para participar de um ciclo de crescimento duradouro no Brasil. Atualmente os setores de consumo e varejo são as apostas mais óbvias, mas nem sempre o mais óbvio é o mais certo.

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.