



PERFIN
INVESTIMENTOS

Relatório Semestral

Segundo Semestre de 2011

O Segundo semestre de 2011 foi marcado por muita incerteza quanto à capacidade de recuperação econômica e solvência do mundo desenvolvido e solidez dos mercados emergentes para mais uma vez absorver os impactos negativos de uma possível nova onda de recessão nos Estados Unidos e Europa.

Começando pelos Estados Unidos, a grande fonte de ruído foi o sistema político que quase levou o governo a dar um *default* nas suas dívidas no início do semestre. O grande problema aqui é que a discussão política tornou-se tão polarizada que os dois partidos americanos, seja por uma necessidade de motivar a base eleitoral dada à proximidade da eleição presidencial de 2012 ou por inabilidade política, encontram-se incapazes de negociar seriamente sobre a dívida pública.

De um lado o partido republicano mostrou-se irredutível na sua posição de aumento de impostos (mesmo que este ocorra por não renovar leis que cortavam impostos para a população mais abastada da sociedade americana) quanto a qualquer aumento na dívida federal e do outro, o partido democrata que não aceita qualquer acordo que não passe necessariamente por um aumento de arrecadação.

O resultado desta inabilidade política americana foi uma série de fatores preocupantes. Iniciado em julho o governo chegou muito próximo de dar um calote em suas dívidas correntes (o “*Shut Down*”), seguido por um *downgrade* na nota da dívida americana pela S&P (tendo como principal motivo justamente a fonte de ruído para a administração da economia que o ambiente político havia se tornado) terminando com o fracasso, em novembro, do comitê bi-partidário em chegar a uma solução para o teto da dívida, implicando no corte automático de despesas, no valor de USD 1.2 trilhões nos próximos 10 anos e se iniciando em 2013.

O grande problema da discussão acima é que limita as ferramentas que o governo do Obama pode usar para tirar a economia americana da atual trajetória de estagnação. Dado que a política monetária, amplamente usada pelo FED como principal arma de estímulo econômico está se mostrando ineficaz. Uma vez que os dados do mercado imobiliário e trabalho continuam piorando, pressionando negativamente cada vez mais o setor de consumo.

E o sucesso da política cambial também está seriamente comprometido uma vez que a economia global está entrando em um novo processo de desaceleração econômica dada o conjunto de fatores negativos advindos da Europa. Em suma, o consenso é que os resultados para a economia americana, mesmo levando em consideração a modesta melhora na economia no 4º trimestre, demonstrem uma estagnação da economia e com poucos sinais de uma recuperação pujante para 2012.

Para o ano de 2012, esperamos que os principais fatores de influência do noticiário americano e influência nos mercados internacionais continuem a ser o estado da economia aliado à eleição presidencial, que apesar de ocorrer somente em novembro, tem seu processo de seleção de candidatos – pelo menos no partido republicano – na primeira semana de janeiro. Sobre a economia em si, acreditamos que ela possa ter uma melhora marginal, mas atualmente não há nenhum indicador que suporte uma recuperação considerável da mesma.

O semestre passado foi desastroso para o continente europeu. O que se viu foi uma deterioração da crise européia com mais uma nova demonstração de incompetência política dos líderes Europeus não só em chegar a um acordo sobre a melhor forma de lidar com o problema da dívida soberana, mas também como blindar qualquer negociação de fogo amigo, o processo de contágio da crise mirando as economias centrais da zona do euro e seguidas por claros indícios de um novo processo de retração econômica no bloco.

A inabilidade política torna-se mais clara dada à dificuldade de se chegar a um acordo com relação aos instrumentos a serem usados para solucionar a crise. Muitos pregam que o Banco Central Europeu deveria assumir um papel fundamental neste processo – à la FED em 2008 – comprando os títulos soberanos problemáticos (e sim atuando como uma fonte de crédito de última instância) e tendo como *funding* principal uma emissão de Eurobonds (título de dívida comum ao bloco).

Veementemente contrária a esta proposta encontra-se o governo alemão, representado por sua primeira ministra, Angela Merkel, que não admitia qualquer solução por meio de um Eurobond e acabou retardando muito qualquer discussão/solução para o atual problema.

No final, algumas medidas foram executadas. A primeira, iniciada em agosto, apesar não ser bem vista por parte dos membros das zonas do Euro, de fato foi o BCE entrando no mercado secundário dos títulos da Espanha e Itália, seguido por alavancar o fundo de estabilização financeira europeu (EFSF) para 1 trilhão de Euros e servindo por uma fonte de recursos para capitalizar os bancos europeus, um *haircut* (corte no valor de face) de 50% nos títulos da dívida Grega, aumento do pacote de ajuda à Grécia em troca de um maior esforço de austeridade fiscal da mesma.

Em princípio este era um pacote de medidas capazes de amenizar a crise não fosse a reação do mais interessado, o Primeiro Ministro Grego, surpreendendo a todos ao anunciar suas intenções de convocar um referendo popular para executar o acordo supracitado, levando a um reação fortemente negativo não só dos líderes Europeus como também da comunidade internacional e investidores, refletindo em uma queda abrupta nos mercados acionários globais.

Os principais reflexos desta atitude foram importantes, pois além de mostrar o nível de fragmentação política do continente, pela primeira vez admitiu-se publicamente, por mais desastrosa que sejam as conseqüências, forçar a saída de um membro da zona do euro. No que tange à Grécia o Primeiro Ministro acabou retrocedendo em sua intenção de convocar um referendo popular e renunciou ao cargo.

Em paralelo ao processo político do bloco Europeu, ficou claro que um processo de contágio instaurou-se na Europa. Outros países, como Itália e Espanha, viram o aumento das taxas de juros demandadas pelos investidores para carregar seus títulos soberanos da Espanha e Itália - chegando ao ápice com a falta de demanda, em novembro, por títulos da Alemanha, levando seu próprio banco central a comprar um terço da oferta leiloadas e especulações para *downgrade* na dívida soberana da França - forçando o governo Italiano a anunciar pacotes de austeridade fiscal que resultou numa perda de apoio político - deflagrado pela falta de ampla maioria do Sr. Berlusconi ao aprovar o orçamento do governo italiano para 2012 - culminando na renúncia de seu primeiro ministro.

O grande problema de todo este imbróglcio político e falta de solução aparente para a atual trajetória do endividamento europeu está no receio, por parte dos investidores, de uma correção nos mercados de riscos tão bruscas como visto com a quebra da Lehman Brothers. Isto pode se dar por dois canais, o primeiro, via o sistema bancário europeu ou, no caso de não se avançar na unificação fiscal, uma implosão do Euro como moeda.

Quanto ao sistema bancário, por ser o mais exposto a dívida soberana européia, se assumirmos que um calote desordenado da Grécia levaria as taxas de juros para os títulos da Itália e Espanha a níveis insustentáveis e possivelmente levando as mesmas economias para um *default*, o resultado deste calote provavelmente seria a falência de vários bancos europeus, o que teria como conseqüência mais um congelamento do sistema mundial interbancário de crédito uma vez que os próprios bancos não conseguem dimensionar o risco de crédito do seu setor que ainda encontra-se fragilizado que ainda estão fragilizados, dada a necessidade de capital, plano de demissões anunciados nos últimos 12 meses.

Com relação ao Euro, um dos grandes receios é que uma reorganização da zona do Euro, com a expulsão (ou "saída voluntária"), necessariamente significa um calote. Pois ao dar a habilidade de um país com problemas fiscais de monetizar a sua dívida - via emissão de moeda, seja ela Dracma, Lira ou Peseta - este país naturalmente o fará, diminuindo significativamente o valor da dívida assim gerando prejuízos aos investidores finais. Além disto, também há receios de que o Euro possa deixar de existir dado que qualquer reorganização possa desencadear um ataque especulativo aos países mais fragilizados - e assim aumentando a velocidade

com que membros comecem a sair do bloco – ou um processo de saída voluntária como forma de evitar um processo de austeridade fiscal.

Para finalizar, está ficando cada vez mais claro que a Europa está entrando em um processo de desaceleração econômica, natural dado os esforços de contração de gastos governamentais, e a alta dependência do bloco a políticas de assistência social, cuja principal conseqüência acaba sendo uma queda na produtividade da economia em geral, seja por um aumento dos custos salariais ou restrições legais na jornada de trabalho. Como conseqüência reduzindo os níveis de comércio dentro da zona do euro, ao passo que perde competitividade, e espaço, para produtos produzidos em outros países, como EUA, Japão e China. Logo, sem o suporte do “comércio interno”, as economias mais influentes da Europa (i.e. França e Alemanha) também aparentam estar se desacelerando. Visão corroborada com os últimos dados econômicos da zona do euro.

A visão da Perfin Investimentos para o continente europeu em 2012 continua sendo a mesma. A Europa encontra-se em um período de desalavancagem que, por natureza, é um processo longo podendo demorar entre 5 a 10 anos para ser concluído e cujo principal impacto é um longo período de crescimento econômico relativamente fraco. Apesar disto, não acreditamos em um cenário de ruptura, cenário que incluiria um calote de dívida soberana, quebra do Euro como moeda ou saída desordenada de membros do bloco. Porém, vemos que o problema atual continua sendo uma grande fonte de incertezas logo aumentando a volatilidade esperada para o mercado acionário global em 2012, tanto por reflexos do debate político para a solução da crise de dívida soberana, como o processo de desaceleração que o continente aparenta estar passando.

Para os mercados emergentes o que se viu foi uma troca de mão. Enquanto ao longo de 2010 e grande parte de 2011 as preocupações voltavam-se para pressões inflacionárias e um possível *hard-landing* da maior economia emergente (e segunda maior economia mundial), no quarto semestre de 2011 ficou claro ambas preocupações foram sobre valorizadas.

Começando pela China, que desde 2010 vinha gradualmente aumentando um processo de aperto monetário – via elevações nas taxas de juros, apreciação da moeda e aumento de compulsórios, entre outras medidas – parou tal processo em Outubro ao ver sinais claro de controle de inflação e atividade econômica, indicando não só que maiores apertos monetários eram desnecessários – dada aparente inflexão na taxa de inflação – como também torna-se necessário ficar muito atento ao desenrolar da crise na Europa e EUA. Dado que uma deterioração nestas duas regiões certamente surtiria um impacto negativo significativo na economia Chinesa via uma queda de exportações.

Como o governo Chinês está trabalhando muito para alterar sua fonte atual de crescimento, saindo do comércio internacional para o consumo interno, acreditamos que ele não deixará a economia sofrer um *hard-landing*, ou seja, uma queda brutal na taxa de crescimento do PIB. Mas que ele de fato promoverá uma acomodação do crescimento do PIB de forma a controlar a inflação, ao mesmo passo que buscará fortalecer o mercado consumidor interno. Com isto acreditamos que o PIB Chinês deve ficar próximo dos patamares atuais para 2012 e deve buscar mantê-lo constante pelo menos até o final do período de turbulência européia e americana. Com relação à mudança da fonte geradora de crescimento da economia Chinesa para o consumo interno, acreditamos que o governo acertou em iniciar este processo, mas cujo reflexo só será percebido no longo prazo.

No cenário doméstico, um movimento similar ocorreu, com a reversão da política de aperto monetário, ficando claro com os sucessivos cortes das taxas de juros promovidas pelo Banco Central iniciado em Agosto de 2011 – antecipando tanto uma desaceleração econômica interna, como também uma possível deterioração do cenário internacional e seus respectivos impactos.

Apesar de esta reversão ter sido considerada pelo mercado como prematuro e fruto de uma intervenção política – principalmente se considerarmos que todos os indicadores disponíveis ao mercado até o momento indicavam que tanto a inflação como a atividade econômica encontravam-se em uma curva ascendente – a mesma se mostrou acertada dado que já em outubro ficaram claros os indícios de desaceleração nos principais indicadores de atividade econômica. E o cenário externo realmente piorou muito levando o mercado a ajustar suas expectativas de inflação mantendo-as em controle para o médio e longo prazo, com muitos prevendo uma taxa de inflação menor que a atual (de 6.5% em 2011).

Falamos em médio e longo prazo, pois desde junho tanto o mercado como o governo acreditavam que a taxa de inflação para 2011 superaria o centro da meta de inflação, mas ainda sim ficaria dentro dos limites estabelecidos pelo sistema brasileiro de metas de inflação, ou seja, dois pontos percentuais para cima ou para baixo.

Além de atuar no mercado de juros, o Banco Central também atuou no mercado de crédito via redução dos depósitos compulsórios aliado ao movimento do governo federal, via seu ministério da fazenda, em reverter muitas das políticas macro prudenciais, tais como zerar as alíquotas do IOF para o investidor estrangeiro no mercado de ações e títulos privados (desde que de longo prazo) e redução do IPI para produtos eletrodomésticos da linha branca (geladeira, fogão, etc).

Do ponto de vista macroeconômico, acreditamos que o Brasil não sofrerá uma desaceleração mais forte em 2012, mas que as taxas de inflação ficarão sobre relativo controle e o governo sinalizou que está disposto a cortar mais a taxa de juros, caso seja necessário. Além disto, o governo já tomou medidas fiscais, via redução de impostos e programas específicos – bem como o Minha Casa Minha Vida e o FIES - Programa de Financiamento Estudantil, para ajudar na recuperação da economia e que provavelmente ajudará a segurar o crescimento de 2012 em patamares desejáveis, ante ao fraco desempenho visto em 2011.

E claramente demonstra que está preparado para repetir uma rodada de estímulo fiscal, como feito em 2008, principalmente se considerarmos que o país está com seus fundamentos (reservas internacionais, espaço de corte de taxa de juros e impostos, compulsórios) similares ou melhores que na última crise.

Continuamos com uma grande convicção em nossos cases de investimentos; apesar disso, estamos passando por um cenário muito desafiador com riscos de ruptura iminentes. Por esta razão, optamos por implementar nos fundos estratégias de hedge (através de *puts* de índice Ibovespa e com custo baixo) para cenários de stress. Apesar de não ser nosso cenário base, já pudemos observar em 2008 quais as conseqüências de uma crise de confiança que gera risco sistêmico e, tendo em vista a morosidade para a tomada de decisões na zona do euro e uma possível estagnação da economia americana, achamos prudente ter proteção para um cenário mais pessimista.

Entendemos que o atual cenário é bastante desafiador para os países e investidores, entretanto essas incertezas e volatilidade podem se traduzir em excelentes retornos em um horizonte de prazo de investimento mais longo, dado que acreditamos que muitos desses riscos já estão precificados nos atuais preços de algumas empresas do nosso portfólio.

O segundo semestre de 2011 foi marcado pelo aumento de incertezas com relação à dívida dos países europeus, dados de crescimento nos Estados Unidos e desaceleração na China, o que resultou em um aumento de volatilidade nas bolsas mundiais e principalmente uma gestão com característica *top down* por partes dos investidores globais.

A nossa característica de gestão é baseada tanto em análise *top down* como *bottom up* para definição das exposições em setores e papéis (*over* ou *underweight*), porém em um cenário que os preços relativos dos ativos passam a não ter grande racionalidade, a análise fundamentalista (*bottom up*) se torna desafiadora para a gestão da estratégia *long short*.

A correlação do fundo *LONG SHORT* com o Ibovespa aumentou nesse semestre (conforme pode ser observado na tabela de risco na próxima página) porque nós mudamos algumas posições *long* e *short* para posições mais *high beta*. Dado que o mercado estava operando em um *range trade*, *top down* e olhando apenas o curto prazo, nós adaptamos a carteira do fundo para a busca de retorno.

É fundamental dizer para os nossos clientes que nós não estamos contentes com o resultado apresentado nesse segundo semestre de 2011, porém estamos satisfeitos com o trabalho desempenhado, dado o forte movimento de mercado.

O nosso objetivo é gerar um alpha de 4% ao ano para os cotistas do fundo *LONG SHORT*, mas temos como premissa básica em nosso processo de investimento a preservação de capital. Neste semestre incorremos em mais custos para que esta premissa fosse respeitada.

Em setembro de 2011 montamos um *hedge* na nossa carteira (*put spread* entre 50.000 e 43.000 com vencimento em dezembro e rolamos para abril). O nosso objetivo foi proteger a posição direcional do fundo.

Esse movimento foi realizado porque estávamos e continuamos com grande convicção nos cases investidos, porém não podemos ignorar o cenário macro e uma eventual ruptura nos mercados.

Vale comentar que nós aumentamos a exposição bruta e líquida do fundo em meados de Julho. Entendíamos que apesar da alta volatilidade e aversão ao risco por parte dos investidores, a dinâmica para o Brasil e para as empresa inseridas no cenário que tínhamos projetado era favorável.

Nós não precificávamos um cenário de *hard-landing* na China, entendíamos que as pressões inflacionárias nos países emergentes seriam controladas pelos bancos centrais/governos seja através de política monetária ou política fiscal.

Apesar de temermos a magnitude dos riscos vindos da Europa e o risco político dos Estados Unidos, nós entendíamos que boa parte das projeções negativas feitas pelos analistas já refletia nos preços de alguns papéis da nossa carteira, o que nos deu segurança e conforto para aumentar a exposição.

Temos grande convicção que os papéis presentes no nosso portfólio possuem um grande potencial de retorno e principalmente, geração de *alpha*, seja na posição *long* como na posição *short*. Estamos constantemente reavaliando e monitorando os nossos cases de investimento.

Não podemos precisar para os nossos cotistas o *timing* que a reprecificação dos ativos ocorrerá, mas estamos convictos que ao passo que alguns riscos sejam dissipados o nosso portfólio se mostrará um excelente investimento.

Agradecemos a todos os investidores pela confiança.

Atenciosamente,

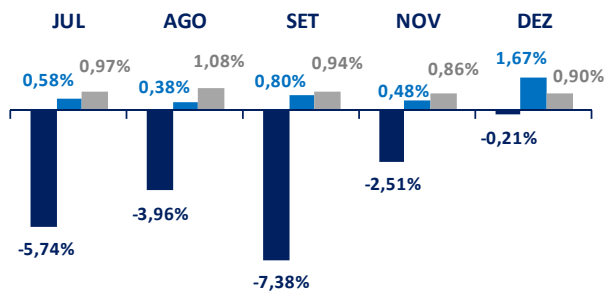
Equipe Perfin Investimentos

Performance

O Perfin Long Short FIQ FIM obteve rentabilidade de 5,34% (93% do CDI) neste segundo semestre de 2011. Nos últimos 24 meses o fundo acumula rentabilidade de 26,41% (117% do CDI). Desde o início o fundo acumula 91,22% de rentabilidade (167% do CDI).

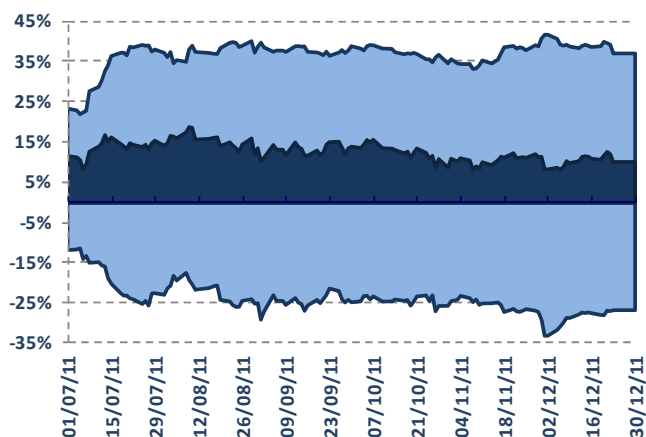
No segundo semestre o Ibovespa apresentou resultado negativo de 9,05%, sendo cinco dos seis meses negativos. Abaixo segue o gráfico que mostra a performance do índice (*azul escuro*), do CDI (*cinza*) e do fundo *LONG SHORT* (*azul claro*).

Meses de queda do Ibovespa - 2º Semestre 2011



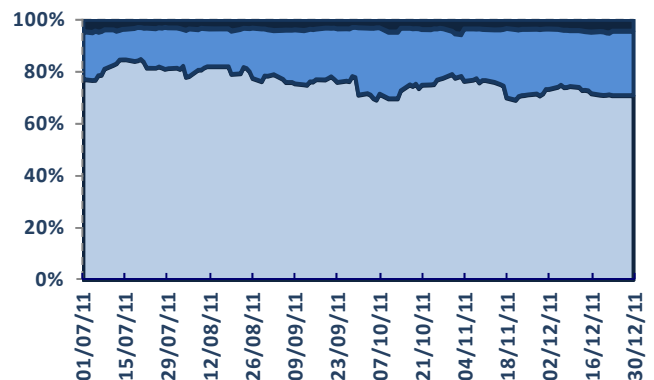
Exposição bruta e direcional

A exposição bruta do fundo variou entre 33% e 75% e a exposição direcional entre 8% e 18%. A exposição bruta média foi de 61% e líquida de 12%, durante o segundo semestre de 2011.



Informações de Risco - 2º Semestre 2011

Correlação com o Ibovespa	0,76
Beta Long	0,847
Beta Short	0,832
Volatilidade anualizada	3,7%
Utilização máxima do limite de risco (Stress)	61%
Maior posição long (% do pl do fundo)	3,8%
Maior posição short (% do pl do fundo)	2,5%
Média do número de papéis - long	38
Média do número de papéis - short	21
% médio da posição vendida via índice ibov	61%
% da exposição do fundo por market cap	Média
Small caps (<i>azul escuro</i>)	4%
Mid caps (<i>azul</i>)	20%
Large caps (<i>azul claro</i>)	76%



Exposição Setorial

O resultado do fundo é composto pela combinação das exposições nos diversos setores presentes na bolsa.

A tabela ao lado mostra que conseguimos gerar retorno em setores que tínhamos uma alocação *underweight* e também *overweight* mesmo em um semestre de queda de bolsa.

A tabela abaixo mostra a exposição bruta média por setor no segundo semestre de 2011.

Setor	Exposição Bruta
Consumo	9,2%
Bancos	7,8%
Mineração	6,5%
Petróleo	6,4%
Construção Civil	4,8%
Energia Elétrica e Saneamento	4,4%
Saúde e Medicamentos	4,1%
Siderurgia e Fundição	3,4%
Alimentos e Bebidas	3,3%
Financeiro	1,8%
Shopping Centers	1,6%
Seguradora	1,3%
Logística e Infra Estrutura	1,2%
Concessões	1,2%
Educação	1,1%
Biocombustíveis	0,8%
Bens de Capital	0,7%
Papel e Celulose	0,5%
Petroquímicos, Gás e Químicos	0,4%
Telecom Fixa	0,4%
Transportes	0,3%
Telecom Móvel	0,3%
TI & Serviços	0,2%

Carteira Alpha - 2º Semestre 2011

Setor	Exposição	Atribuição
Construção Civil	<i>overweight</i>	55
Consumo	<i>overweight</i>	53
Alimentos e Bebidas	<i>overweight</i>	51
Energia Elétrica e Saneamento	<i>underweight</i>	29
Bancos	<i>overweight</i>	28
Petróleo	<i>overweight</i>	19
Biocombustíveis	<i>overweight</i>	11
Papel e Celulose	<i>underweight</i>	11
Financeiro	<i>underweight</i>	10
Concessões	<i>overweight</i>	7
Logística e Infra Estrutura	<i>overweight</i>	7
Telecom Fixa	<i>underweight</i>	7
Siderurgia e Fundição	<i>overweight</i>	6
Telecom Móvel	<i>underweight</i>	4
Transportes	<i>underweight</i>	3
Petroquímicos, Gás e Químicos	<i>underweight</i>	-1
Educação	<i>overweight</i>	-3
Bens de Capital	<i>overweight</i>	-6
Mineração	<i>overweight</i>	-9
TI & Serviços	<i>overweight</i>	-10
Shopping Centers	<i>overweight</i>	-16
Seguradora	<i>overweight</i>	-17
Saúde e Medicamentos	<i>overweight</i>	-22
Total		219 bps

Pair Trade - 2º Semestre 2011

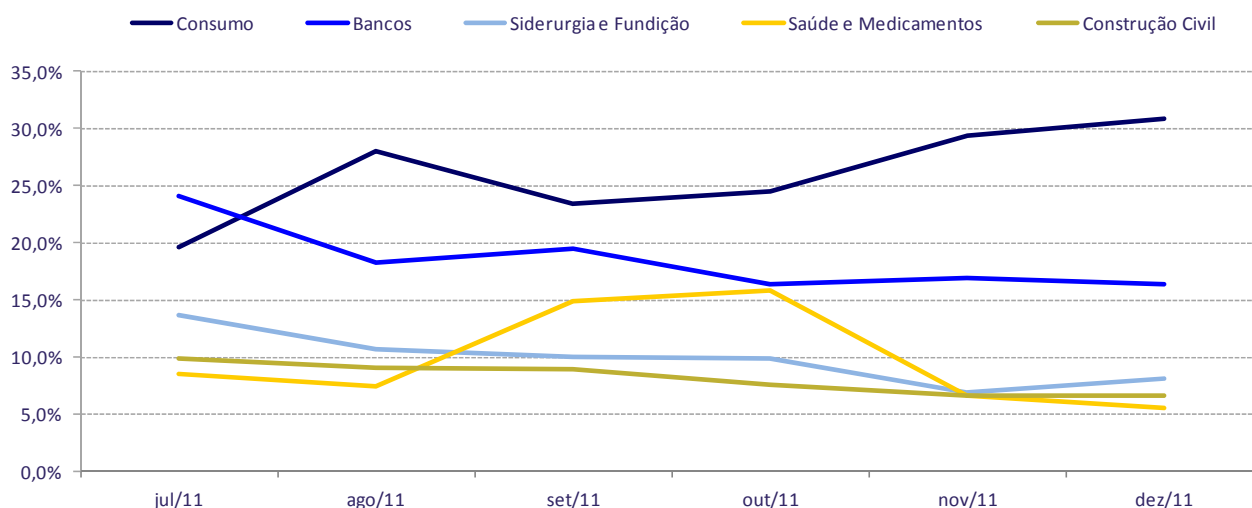
Setor	
Consumo	6
Bens de Capital	5
Educação	3
Bancos	1
Construção Civil	1
Financeiro	1
Energia Elétrica e Saneamento	-1
Seguradora	-1
Siderurgia e Fundição	-1
Total	14 bps

Estratégia - 2º Semestre 2011

Carteira Alpha (<i>Long</i>)	-11
Carteira Alpha (<i>Short</i>)	232
Carteira Alpha (<i>Direcional</i>)	-2
Opções (<i>Hedge</i>)	-26
Pair Trade	14
Renda Fixa / Caixa	409
Custos	-82
Total	534 bps

A gestão do fundo *FORESIGHT* tem uma característica *bottom up* para a escolha das posições investidas e prima pela concentração em ativos com grande potencial de valorização e *downside* limitado, segundo nossas premissas. Acreditamos que para alcançarmos o maior retorno absoluto para os nossos cotistas, o fundo necessariamente precisa ser concentrado e não deve perseguir nenhum índice de bolsa.

Neste segundo semestre de 2011 o fundo esteve com concentração nos setores de Consumo, Bancos, Siderurgia e Fundição, Saúde e Medicamentos e Construção Civil, conforme gráfico abaixo:



Os setores que tínhamos maior exposição foram os setores que apresentaram a maior atribuição negativa de retorno para a carteira, neste segundo semestre, com exceção de Construção Civil, conforme tabela abaixo:

Setores	Atribuição bps
Alimentos e Bebidas	159
Educação	95
Bens de Capital	60
Concessões	45
Construção Civil	40
Mineração	- 9
Biocombustíveis	- 10
Financeiro	- 10
Petróleo	- 12
Seguradora	- 17
Logística e Infra Estrutura	- 37
Shopping Centers	- 91
Siderurgia e Fundição	- 118
Saúde e Medicamentos	- 228
Bancos	- 322
Consumo	- 387
Total Carteira de Ações	- 841

Estratégia	Atribuição bps
Carteira de Ações	- 841
Caixa	21
Opções	- 150
Custos	- 85
Resultado Foresight - 2º Semestre 2011	- 1055

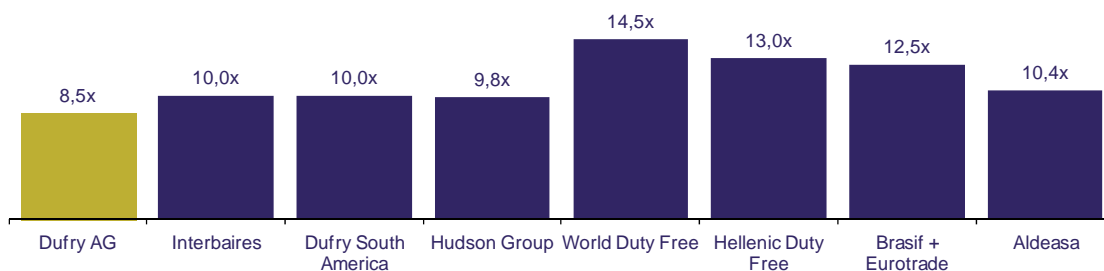
Abaixo escrevemos de maneira sintetizada as principais posições do fundo, ordenado por concentração:

Dufry AG: Somos acionistas de longa data da Dufry e juntamente com outras assets locais contribuimos, inclusive, para a eleição de um representante dos minoritários no conselho administrativo da empresa. Consideramos que o momento e o *valuation* atuais do negócio oferecem uma das mais atrativas relações risco e retorno do mercado.

A empresa consolidou sua posição de líder global no varejo de viagem depois das recentes aquisições das operações na Argentina, Uruguai e Rússia, entre outros países menores da América Latina. Trata-se de um mercado cativo cujas estimativas da Generation Research apontam CAGR de 8% nos próximos anos, superior aos 7% de CAGR registrados entre 2006 e 2010. Mesmo com as aquisições recentes a Dufry possui apenas 8% do *market share* global e é uma das principais candidatas a liderar o movimento de consolidação.

A empresa negocia a 11x P/E e 8x EV/EBITDA para 2012, com um *cash flow yield* médio de quase 10% e um potencial de crescimento de *earnings* acima de 12% para os próximos 2 anos baseado tanto na expectativa de crescimento do mercado, dada a exposição de 60% da receita da Dufry a mercados emergentes, quanto na expectativa de expansão de margem. Essa última proporcionada por ganhos de eficiência dos programas internos (Dufry Plus One e One Dufry) e pela captura de sinergias nas recentes aquisições.

Se analisarmos os últimos *deals* do segmento, inclusive aqueles liderados pela Dufry, o múltiplo médio de aquisição é de aproximadamente 11,5x (mais de 40% acima do múltiplo atual de negociação da empresa). Desconsiderando os *deals* liderados pela Dufry o múltiplo médio seria ainda maior.



O *deal* recente de Argentina tem um papel estratégico, fecha uma importante porta de entrada para outro *player* interessado em explorar o varejo de viagem brasileiro. Uma das grandes barreiras a entrada no negócio de varejo de viagem é a logística/distribuição de mercadorias, somente uma operação relevante e com escala como a de São Paulo, Rio de Janeiro ou Buenos Aires, justificaria ter um centro de distribuição para atender a região. Ao adquirir a empresa Argentina a Dufry torna ainda mais difícil a entrada de algum concorrente na região.

A participação de um *player* local também nos parece pouco provável, tendo em vista que o custo de *funding* da Dufry é muito inferior ao custo de *funding* de um local, o que a torna mais competitiva nas licitações que estariam por vir para Brasil. De qualquer forma, valem mencionar, que a plataforma global de operações em 45 países e 153 aeroportos reduz bastante o risco relacionado a uma concessão exclusivamente.

Setor - Bancos: O setor financeiro apresenta oportunidades de investimento atraentes e, baseado em análises de sensibilidade conservadoras, nós construímos uma posição relevante em nossa carteira entre Banco do Brasil e Itau Unibanco. Acreditamos que alguns fatores negativos contribuíram para que os *valuations* destas empresas se deteriorassem sendo eles (i) a implementação de medidas macro prudenciais restritivas ao crédito pelo Banco Central e pelo Ministério da Fazenda que começaram a ser implementadas em 2010 e foram mantidas ao longo de 2011 (depósitos compulsórios subiram de R\$200bn em jan/10 para R\$430bn em dez/11), (ii) aumento da inadimplência inicialmente nos segmentos de PME e posteriormente atingindo o crédito ao consumidor pessoa física e (iii) pelo processo de *de-rating* dos múltiplos do setor bancário americano e europeu ocorrido nos últimos

5 anos: múltiplo médio do setor bancário dos EUA e Europa de 13x PE2007 caiu para 7.5x PE2012 e de 2x PB2007 caiu para 0.6x PB2012, sendo este efeito causado pela queda violenta dos preços das ações (P) muito além dos *earnings* (E) e (iv) expectativa de inflação mais alta ajudou o *de-rating* dos bancos locais. Esta conjunção de fatores se refletiu no resgate de investimentos ao mercado acionário de países emergentes que em 2011 acumulou U\$48bn de saída sendo que o setor de *financials* representou 30% do total com aproximadamente U\$14bn de saída de capital (quase cinco vezes maior que a média dos outros 11 setores).

Acreditamos que o *perfect storm* sofrido pelo setor esteja começando a se dissipar e que as vantagens competitivas do setor continuam inalteradas. O setor apresenta uma consolidação bem elevada onde o *market share* por total de ativos dos 5 principais *players* corresponde à 70% e garante uma coordenação e uma racionalidade à dinâmica competitiva bem positiva, reflexo disso o ROE dos 3 principais bancos brasileiros tem apresentado uma resiliência grande acima de 20% em diferentes cenários macro-econômicos.

Banco do Brasil: Apesar do viés negativo em relação ao controle estatal, acreditamos que o banco sofre um nível excessivo de desconto por múltiplo PE12, de aproximadamente 40%. Baseado em índice de eficiência e ROE%, vemos que o banco tem resultados similares ou superiores aos bancos privados. O índice de eficiência saiu de 46,5% em 2007 para 41.3% em 2011; mesmo período em que o ROE se manteve entre 20% e 25%. Além disso, o Banco do Brasil possui o maior *payout* entre os maiores bancos em torno de 40% que proporciona um *dividend yield* de 7% para 2012. No nível atual, o banco apresenta um *upside* % maior que Itaú Unibanco e múltiplos PE e PB mais baixos, de 5.8x e 1.1x, respectivamente.

Itaú: O Itaú Unibanco está empenhado em melhorar seu nível de eficiência operacional e o *guidance* da empresa é reduzir este indicador de 47.5% em 2010 para 41% no final de 2013. Temos uma convicção grande que a construção do *franchise* do banco (17º lugar em total de ativos em 1994 para 2º lugar desde 2008) alinhado ao *track record* de aquisições com grande complementariedade de atuação e sinergias como no caso do BBA (especializado em mercado de capitais e atacado), do BankBoston (especializado em *private banking* e atacado) e do Unibanco (enorme sobreposição de atuação, mas com grande potencial de sinergia de custos) faz do Itaú uma empresa muito diferenciada. Assumindo um ROE12 de 22% e crescimento de carteira de 15% a.a., vemos a preços de mercado um múltiplo PE e PB de 9.3x e 2x, respectivamente.

Guararapes: Entendemos que o investimento na Riachuelo possibilita estar exposto ao potencial de crescimento do segmento de varejo têxtil a múltiplos muito inferiores aos negociados por empresas do mesmo segmento listadas, como Renner, Hering e Marisa. Se ajustarmos o valor da empresa pelo valor potencial de ativos não *core*, como o Shopping *Midway* que nas nossas estimativas teria um *valuation* de pelo menos R\$ 450MM (aproximadamente 10% do *market cap* atual), o desconto fica ainda maior e aumenta ainda mais atratividade do negócio.

Nos últimos quatro anos a empresa vem passando por transformações importantes melhorando a execução de sua operação integrada, o que tem se traduzido em margens melhores e poderá também trazer benefícios em capital de giro quando finalizado. Notamos também o rompimento gradual de algumas barreiras culturais muito fortes, como a adoção de um plano de crescimento mais agressivo financiado com recursos de terceiros melhorando a estrutura de capital da empresa.

Por fim, com o lançamento de novos formatos de lojas, como o Riachuelo Mulher possibilita explorar novas avenidas de crescimento, além da abertura de lojas no formato tradicional de 2.400 m², mantendo o crescimento de área de vendas acima de dois dígitos nos próximos anos.

Cyrela: Apesar do recente cenário mais restritivo de crédito na economia, o setor apresenta ainda uma forte oferta de crédito e um grande potencial de crescimento dado a forte demanda reprimida, migração de aluguel para casa própria e o comprometimento do governo para criar fontes de financiamento imobiliário de longo prazo

e subsídios a demanda da baixa renda (Minha Casa, Minha Vida). Apesar da complexidade do setor devido a necessidade de capital intensivo, *duration* longa, barreira de entrada baixa e alta necessidade de capital de giro, várias empresas já se encontram no seu 2º ciclo de investimento após IPO, o que pode e deve ocasionar uma boa geração de caixa, além disso, entendemos que o mercado de securitização no Brasil está apenas começando, e deve ajudar bastante na gestão de caixa das empresas.

Investimos em algumas empresas no setor pois os preços estão muito atraentes; não sentimos extremo conforto com o negócio imobiliário para termos uma alocação estrutural, mas acreditamos que existam barganhas de investimento com o *equity* abaixo do ser valor de liquidação. Quando falamos de valor de liquidação, já estamos trazendo todos os recebíveis a valor presente ajustando pela *duration* dos mesmos e penalizando na margem a incorrer. Achamos que um ROE entre 15% a 18% como factível para essas empresas, portanto um *valuation* de 1,5 x p/bv ajustado, já entendemos como um ponto de desinvestimento.

Diferente de alguns setores (como shopping center) onde o *business* “carrega” o *management* seja ele bom ou ruim, no setor imobiliário o *management* é um fator fundamental para sobrevivência da empresa. Por isso valorizamos histórico de empresas com entrega de resultados longos, onde a equação *management* e controladores estejam alinhados com os minoritários, logo evitamos com veemência qualquer investimento em *corporation*.

Cyrela é uma das empresas do nosso portfólio justamente por alinhar todos os pontos acima: controlador alinhado e com histórico de entrega de resultados, bom *management*, preço do *equity* atraente abaixo do valor de liquidação, líder do setor e bastante consolidada como premium em termos de projetos. A Cyrela possui dentre as empresas do setor uma das mais baixas alavancagens, principalmente se levarmos em conta o valor de recebíveis performados (unidades entregues) do seu balanço. A empresa passou durante o ano passado por uma forte queda do *equity*, devido a erros de gestão do passado – parcerias para acelerar o crescimento que por sua vez acabaram se mostrando não rentáveis. Esse erro foi ajustado e a empresa hoje passa por um momento de recuperação de margens, foco em rentabilidade e não mais em crescimento com parcerias e organização de processos internos. Com isso, achamos que conforme os resultados voltem a aparecer, a Cyrela deve obter uma boa performance.

Hypermarcas: Por muito tempo foi uma das nossas principais posições da carteira *short*, entendíamos que a empresa negociava a múltiplos altos comparada a *peers* locais e internacionais, o *valuation* do *sell side* já incorporava futuras aquisições e as incorporações freqüentes de balanços de novas empresas dificultavam a análise do real desempenho do negócio.

Os resultados fracos e os ajustes ao longo de todo o ano de 2011 comprovaram nossas expectativas e provocaram um *sell off* generalizado das ações, movimento que nos possibilitou não só zerar o *short* mas também, depois de analisar o que estava sendo precificado pelo mercado, nos tornarmos acionistas do negócio.

Entendemos que a fase de consolidação da empresa trouxe ineficiências na estrutura e falta de foco na execução do negócio, mas vemos com bons olhos a fase de “arrumação” em curso que deverá trazer importantes ganhos de eficiência na política comercial e força de vendas, nas ações de marketing e gestão do ponto de venda e na produção.

Trata-se também de um case de reconstrução da credibilidade do *management*, afetada não só pelos maus resultados, mas por uma comunicação falha com o mercado que trouxe ainda mais incertezas quanto ao futuro do negócio.

Além disso, é um case de desalavacagem e as melhorias em capital de giro podem ajudar neste processo de forma mais rápida. Analisamos os balanços de *peers*, sobretudo do segmento farmacêutico como Ache e EMS, além de analisarmos os balanços das empresas adquiridas pela Hypermarchas pré *deal*, Matecorp, Neo Química e Farmasa. O que pudemos identificar é que o capital de giro nestas empresas é equivalente a entre 20 e 30% da receita líquida do negócio, enquanto na Hypermarchas esse número ficou acima de 45% nos últimos trimestres. Vemos aqui uma importante fonte de geração de caixa futuro no negócio.

O *sell out* dos produtos da empresa ao que tudo indica não foi afetado, a exposição aos mercados farmacêutico e higiene pessoal e beleza devem garantir crescimentos saudáveis nos próximos anos entre 8 a 12%, níveis de crescimento similares a empresas como Natura, Brasil Foods, AmBev, entre outras empresas que negociam muito próximas ao valor justo. No entanto, o crescimento de earnings deve ser superior, potencializado pelos ganhos de eficiência, pela própria alavancagem operacional e pela redução do endividamento líquido.

Gerdau: as perspectivas futuras da empresa continuam positivas, merecendo destaque: (i) forte demanda do setor da construção civil no BR; (ii) retomada gradual da economia norte-americana, com possível fortalecimento do setor de construção residencial e comercial; (iii) segmento de aços especiais que está se beneficiando do bom momento do setor automobilístico. Vale destacar que a empresa continua tocando os seus projetos de expansão que possuem taxas de retorno atrativos (> 20% segundo a empresa), sobretudo de laminação na Açominas (melhora do mix de produtos), e que em breve deve anunciar ao mercado o "desenho final" de como irá monetizar suas reservas de minério de ferro, cujos valores pode superar U\$ 3,5 bi. A geração operacional de caixa é boa, mesmo num cenário mais adverso, e a alavancagem esta controlada, sendo que o atual nível de valuation nos dá muito conforto com o investimento uma vez que o downside é limitado vis a vis o potencial de upside: (i) múltiplos atrativos (abaixo da média histórica) ; (ii) upside significativo por DCF (> de 50%); (iii) negociando muito abaixo (41% de desconto) sobre o seu custo de reposição. A empresa possui um bom track record em fusões/aquisições e está com solidez financeira para tirar proveito de eventuais oportunidades que possam surgir. Na nossa visão a consolidação do setor siderúrgico global é um tendência para os próximos anos.

General Shopping: O Brasil possui hoje um grande potencial de crescimento do número de Shoppings, dado o baixo percentual de vendas do varejo através dessa modalidade, se comparado com outros mercados no mundo, assim como a baixa relação área bruta locável /habitantes, mesmo ajustando a mesma por renda da população nas diferentes regiões do país.

Gostamos do negócio de Shopping Centers por entender que o mesmo possui um *capex* de manutenção baixo, baixa necessidade de capital de giro, margens altas, não é regulado como *utilities* e concessão rodoviária e possui uma forte estabilidade na geração de caixa – aproximadamente 75% advêm de aluguel e 25% de serviços – outro ponto importante, diz respeito à receita, que é diretamente ligada aos índices de inflação e os novos projetos possuem boas taxas de retorno ainda.

A General Shopping desde a nossa primeira compra de ações efetuada entre o 4tri de 2009 e 1tri 2010, passou por uma grande transformação em relação à estrutura de capital – alongamento e redução do custo da dívida – outra grande mudança na empresa, diz respeito ao plano de crescimento, quando investimos a primeira vez, estávamos comprando 100% valor em relação aos shoppings já existentes, isto é, os mesmos estavam muito abaixo do seu valor justo. Hoje além de entendermos que a empresa negocia substancialmente abaixo do seu valor justo de seus shoppings em operação, a mesma possui um plano de crescimento de mais de 65% para os próximos 2 a 3 anos.

Existe uma forte concentração de inaugurações no ano de 2013, isso é importante, pois a empresa deve se tornar geradora de caixa para o acionista já no ano subsequente, dado a queda forte do *capex* de crescimento que está sendo feito, entendemos esse fator como muito importante e um grande *trigger* de expansão de múltiplo para a

empresa, que hoje negocia com desconto de mais de 50% em relação a média de suas *peers* listadas e com mais de 75% de desconto em relação aos *deals* privados de M&A que estão acontecendo.

Ecorodovias: proteção de inflação, exposição ao crescimento do PIB e alavancagem operacional do negócio de concessões rodoviárias garantem uma forte geração de caixa, que está sendo reinvestido nos negócios logísticos da companhia, oferecendo um crescimento de receitas sem dependência de licitações públicas e sem submeter-se à órgãos reguladores. Recentemente dois aditamentos contratuais, superando R\$ 400 milhões de investimentos, demonstram que os governos estão dispostos a negociar novos investimentos a taxas de retorno ainda atrativas, que são remunerados com extensões nos prazos de concessões. A transferência das licenças de importação que vieram com a aquisição da Columbia/EADI Sul é esperada para este ano, e deve acelerar a maturação dos Ecopatios, que oferecem um patamar muito superior de infraestrutura para as operações de contêineres. Mesmo sem esta transferência, a companhia já conseguiu uma expansão de margem de mais de 5 p.p. nas operações adquiridas, apenas com sua melhor capacidade de gestão do negócio.

Vale destacar que em setembro de 2011 nós montamos um *hedge* na nossa carteira (*put spread* entre 50.000 e 43.000 com vencimento em dezembro e rolamos para abril recentemente) com o objetivo de proteger aproximadamente 60% do portfólio. Esse *hedge* foi realizado porque estávamos e continuamos com grande convicção nos cases investidos, porém não podíamos ignorar o cenário macro e uma eventual ruptura nos mercados. O nosso objetivo é gastar até 2% ao ano com *hedge* para a nossa carteira.

Estamos constantemente reavaliando e monitorando os nossos cases de investimento e cada vez mais convictos que os papéis presentes em nosso portfólio possuem um grande valor a ser destravado, conforme descrito acima.

É fundamental que os nossos cotistas tenham visão de longo prazo, assim como nós, para alcançarmos os objetivos almejados.

Agradecemos a todos os investidores pela confiança.

Atenciosamente,

Equipe Perfin Investimento