

Conversas com Gestores

EDGEVALUE

A reprodução indevida, não autorizada, deste relatório ou de qualquer parte dele sujeitará o infrator a multa de até 3 mil vezes o valor do relatório, à apreensão das cópias ilegais, à responsabilidade reparatória civil e persecução criminal, nos termos dos artigos 102 e seguintes da Lei 9.610/98

## Edge Investimentos

### A preservação de capital como bandeira da gestão

Além da análise e do processo, a variável fundamental para saber o diferencial de uma administradora de recursos mora na cabeça do gestor. No caso da carioca Edge Investimentos, duas cabeças. Com experiências distintas em finanças, Alexandre Martins e Bernardo Dantas fundaram a casa em 2007 sob uma filosofia de investimento que combinava o estilo de ambos: prudência e conservadorismo na hora de aplicar a grana.

Assim nasceu o fundo de ações Edge Value, orientado pela estratégia clássica de valor com foco no longo prazo. Ele é fruto da união dos clubes de investimento de Alexandre (Clube Triumph) e de Bernardo (San Francisco). Considerando o desempenho desde o início do San Francisco, em 2004, a evolução da cota até hoje supera 560%.

A escolha das empresas para entrar na carteira do fundo obedece um processo de seleção que engloba qualidade do negócio, pessoas, balanço e preço. Com uma estrutura enxuta, a equipe da gestora semanalmente se reúne para definir prioridades. Ninguém pode perder tempo com coisas que não passam pelo teste da risada.

O DNA da Edge é preservação de capital dos cotistas. “Nosso esforço diário aqui não é achar a ação que vai dar porrada, mas achar a ação que vai dar um retorno razoável com riscos pequenos de perda permanente de capital”, diz Alexandre. “É o foco no processo, na análise profunda, no conhecimento, mas o risco vem na frente”, completa Bernardo.

É este veículo de investimento que apresentamos nesta edição de “Conversas com Gestores”. A Empiricus conversou com os sócios e gestores da Edge, que contaram a história da casa e detalharam a rotina investidora. Além disso, revelaram três cases importantes da carteira atual do Edge Value. A Empiricus opinou sobre as apostas.

- :. Conheça o fundo pág. 3
- :. Entrevista pág. 5
- :. Estratégias da Edge Investimentos pág. 11
- :. Análise Empírica pág. 15
- :. Evolução dos fundos da série “Conversas com Gestores” pág. 17

## Conheça o fundo

Criado a partir da incorporação de dois clubes de investimento, o Edge Value FIA tem o objetivo de proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo, por meio do investimento em ações de empresas listadas na Bovespa, cujo valor intrínseco seja substancialmente superior à cotação atual de mercado.

**Tamanho** – patrimônio líquido de R\$ 68,5 milhões.

**Aplicação mínima** – R\$ 10 mil.

**Resgate** – O resgate pode ser solicitado a qualquer momento, sendo que a conversão da cota ocorre no vigésimo sétimo dia corrido subsequente à solicitação. O pagamento ocorre no terceiro dia útil da data de conversão de cota.

**Taxa de administração** – 2,0% ao ano.

**Taxa de performance** – 20% sobre FGV100 com marca d'água.

**Categoria Anbima** – Fundo de Ações Outros.

**Administrador** – BNY Mellon Serviços Financeiros.

**Custodiante** – Banco Bradesco.

**Histórico** – (tabela abaixo)

Ano	Edge Value	Ibovespa
2009	85,79%	82,66%
2010	18,99%	1,05%
2011	-1,90%	-18,11%
2012	27,84%	7,40%
2013	1,04%	-13,90%
<b>Desde início</b>	<b>566,85%*</b>	<b>141,10%</b>

Fonte: Edge Investimentos

\* Dados de 15/04/2004 até 13/01/2009 referem-se ao clube de investimento Edge Value (criado pela união do antigo clube San Francisco e incorporador do Clube Triumph). A data de conversão para Edge Value FIA foi em 14/01/2009.



## **Veja os principais trechos da conversa entre a Empiricus e os sócios e gestores da Edge Alexandre Martins e Bernardo Dantas**

### **Como surgiu a Edge e qual a característica principal do fundo?**

**Bernardo Dantas:** A Edge Investimentos foi fundada em 2007 por mim e pelo Alexandre Martins. A ideia surgiu a partir da junção de dois clubes de investimentos pessoais de cada um. Minha experiência profissional vem toda da área de fusões e aquisições e minha cabeça sempre foi baseada em valor, value investing.

Um amigo em comum me apresentou para o Alexandre e aí percebemos que éramos pessoas com experiências complementares com a mesma filosofia de investimento. Somos value investors e decidimos então partir para a nossa gestora.

**Alexandre Martins:** Minha primeira experiência com buy side foi na Orbe Investimentos, em São Paulo. Foi interessante porque acompanhei a criação da gestora e eles eram bastante focados em small caps. Então eu comecei a ter proximidade com esse research mais investigativo. A segunda experiência foi na Jardim Botânico Partners que, ao contrário da Orbe, é muito mais focada em empresas de altíssima qualidade e grande capitalização de mercado. Foi interessante ver o outro lado da moeda.

Eu achava que era possível fazer um fundo que explorasse todas as capitalizações de mercado, não só small caps ou large caps. Um fundo de valor de qualquer tamanho de empresa. Quando conheci o Bernardo, passamos seis meses trocando ideias do que era a nossa cabeça e percebemos que havia coisas que somos muito parecidos.

Primeiro, nós dois somos muito prudentes e muito conservadores na forma de alocar capital. O fundo nasceu para ser algo com baixo risco de perda permanente de capital. Nosso esforço diário aqui não é achar a ação que vai dar porrada, mas achar a ação que vai dar um retorno razoável com riscos pequenos de perda permanente de capital. Para definir a Edge em uma frase: é uma gestora de valor, com muita atenção para não ter perda permanente de capital.

### **Nessa filosofia, como é o processo de seleção de cases?**

**Alexandre:** Em todo caso de investimento nosso, fazemos uma apresentação independente onde discutimos quatro blocos: 1) Qualidade do business; 2) Pessoas; 3) Balanço; 4) Preço.

Qualidade do business: Estipulamos o quão previsível é esse negócio. Conseguimos estimar o fluxo de caixa futuro com alguma precisão? Esse cara consegue repassar inflação caso tenha um aumento inesperado do custo? Tem muito poder de barganha, está na mão de algum fornecedor? Depende de canetada do governo para mudar regulação? Quais são os riscos advindos do negócio? Uma empresa com baixo business

risk é uma Ambev que tem fornecedores pulverizados, clientes pulverizados, canal de distribuição na mão. Esse é o primeiro padrão.

Eu aceito um business um pouco pior desde que seja tocado por uma pessoa maravilhosa e esteja negociando barato. Então primeiro é business e segundo é pessoas.

**Pessoas:** Aqui entra não só a qualidade da pessoa como operador do negócio, estudamos também o histórico de alocação de capital deste sujeito. E analisamos nossos direitos como minoritários. O que o estatuto social da empresa me garante? Qual o histórico em relação aos minoritários? Há alguma ação na CVM no passado por alguma questão de parte relacionada? Nesse bloco colocamos também liquidez. Não é relacionada às pessoas, mas precisávamos encaixar em algum bloco.

**Balanço:** Às vezes o business é bom, as pessoas são boas, mas o negócio está excessivamente alavancado. Então aqui tentamos entender a estrutura de capital da empresa. Nós damos atenção na questão de contingências não provisionadas no balanço. Eventualmente você tem empresas com contingências classificadas como possíveis, e não provisionadas, mas se de fato acontecer quebra a empresa. Então prestamos atenção.

Isso aqui costuma ser um deal breaker. Se vier alguma contingência muito grande ou se houver indício de má fé, não investimos. Não investimos em estatal, em empresa pré-operacional, porque gostamos de entender como aquilo gerou caixa.

**Preço:** Não gostamos de pagar na frente por crescimento. Somos bem conservadores nas premissas que colocamos em nossos modelos internos. Não gostamos de negócios “boca de jacaré”, muito cíclicos, como commodities, que dependem muito de preço de determinada variável (aço, minério e etc..). Este tipo de business nós evitamos bastante.

Em nosso processo, calculamos em toda empresa nossa o que chamamos de earnings power value, que é quanto vale a empresa com zero de (valor econômico adicionado) EVA e só com o retorno justo sob os ativos empregados hoje. O fluxo de caixa recorrente do negócio. Sem esquecer o futuro, vamos olhar o negócio hoje.

### **Na parte balanço, o fundo pode assumir postura ativista para ajudar a solucionar determinado problema?**

**Alexandre:** Somos ainda pequenos para exercer ativismo de forma relevante. O que já fizemos é indicar junto a alguns grupos de investidores conselheiros da empresa. Indicamos agora junto com a Rio Bravo e outros investidores um conselheiro para Gerdau. Mas estamos longe de ser um fundo ativista.

Procuramos entender muito bem a caixa das pessoas até para não ter que ser ativista.

**Bernardo:** Preferimos entrar em uma empresa que já tenha um histórico de management competente e que por alguma razão pintou oportunidade no mercado. Nós

olhamos o negócio para daqui três, quatro, cinco, dez anos. Teve alguma mudança na estrutura do negócio que justifique esse preço que o mercado está dizendo que vale hoje ou não?

**Alexandre:** Por fim, nosso último controle de risco é a parte de portfólio management. Limitamos a 5% de exposição qualquer empresa que não seja negócio bom e pessoas boas. Os investimentos que são mais motivados por preço muito baixo.

Gerdau é uma empresa muito bem tocada, acho que uma das melhores gestões de siderurgia do mundo. O business model de Gerdau no Brasil é muito bom. Na América Latina, não é muito bom nem nos Estados Unidos. A Gerdau, apesar de barata e da gestão maravilhosa, é limitada a 5% do portfólio.

**Bernardo:** Nunca será uma posição de 10%, 15%. Com isso, você limita os negócios de maior risco a uma exposição menor. O balanço dessa dinâmica de gestão reflete no resultado de nossa performance, que tem uma relação de retorno ajustado pelo risco muito interessante. Então acho que esse é nosso diferencial.

Fazemos uma gestão aqui que olhamos nosso portfólio, olhamos os processos, e depois vamos para a casa e dormimos tranquilos à noite.

Temos um alinhamento muito grande com nossos investidores. Hoje 26% do patrimônio do fundo são dos sócios da Edge. Então está todo mundo no mesmo barco.

### **Como é a composição da carteira do Edge Value?**

**Bernardo:** Temos normalmente entre 10 a 15 ações no portfólio. Então nunca será um fundo muito diversificado. Nosso regulamento limita a concentração até 20% em uma única ação, nunca chegamos a ter isso. Hoje nossa maior posição é Itaúsa com 14% aproximadamente.

É um fundo long only, sem derivativos, opções. É bem conservador, adequado à Resolução 3.792 de fundos de pensão. O resultado da forma como fazemos a análise e todo esse processo é que se não acharmos oportunidade dentro de nossos critérios vai sobrar caixa.

Somos bem claros que nosso mandato não é estar 100% investido em ações. Nosso mandato é buscar retornos absolutos elevados no longo prazo, investindo em empresas de toda capitalização de mercado e focando nos riscos da preservação de capital.

Para você ter uma ideia, hoje estamos com aproximadamente uns 29%, 30% do patrimônio do fundo em caixa dada nossa dificuldade de achar oportunidade que atendam nossos critérios: qualidade de negócios, pessoas e preço que faça sentido.

Nossa maior dificuldade hoje eu diria que é valuation. Temos posições na carteira que temos 3%, 4% e gostaríamos de ter 10%, 15%, ou seja, são negócios muito bons, mas não temos por conta do valuation. E aí entra a questão da disciplina e paciência para saber colocar o dinheiro para trabalhar no momento certo.

**Alexandre:** Não temos aquela pressão de “nossa estou com caixa grande e se a Bolsa explodir eu ficarei para trás”. Olhar o índice não é um input do nosso processo de análise de forma alguma. Nosso processo é bastante simples: um negócio com boas pessoas tocando, preço razoável e balanço limpo, eu quero comprar a tal preço. Se eu não achar oportunidades com essas características, vou esperar no CDI.

Acho que o caixa tem um valor grande de opcionalidade. No momento que a Bolsa cai, estamos com pólvora livre para comprar o que quisermos. E temos hoje uma lista de empresas que eu adoraria comprar se estivessem 20% para baixo.

### **Como funciona esse processo no dia a dia da gestora?**

**Alexandre:** Somos muito cuidadosos para tornar a Edge uma empresa bastante processualizada. O Warren Buffett, por exemplo, é um gênio. Aqui na Edge infelizmente não temos nenhum gênio, então tentamos fazer o processo de investimento o mais sólido possível para que o processo seja o driver da nossa performance.

**Bernardo:** Toda segunda-feira nós fazemos uma reunião com o time de analistas. Somos cinco hoje. Na reunião determinamos a prioridade de alocação de tempo de cada um dos analistas, onde e em que empresa você estará dedicado nesta semana. Definimos as prioridades do ponto de vista de ideias novas.

**Alexandre:** Temos aqui o nosso sistema Intranet. Como nascem as ideias? Já falamos da questão que não investimos em estatais, ou empresa pré-operacional. Liquidez é suficiente? Temos o teste da risada que é o que chamamos aqui de coisas que não merecem perder nosso tempo.

Depois a primeira etapa é o business. Vamos entender o negócio tanto qualitativamente quanto quantitativamente. A primeira pergunta é “queremos ser sócios disso?”. Aí temos diversos checklists para entendermos a indústria, clientes, produtos e serviços, mercado interno e externo, análise de estratégia de Michael Porter, processo produtivo, distribuição. Explicar o negócio como explicaria para uma criança de dez anos. Me diga em cinco minutos como essa empresa ganha dinheiro.

Na sequência temos uma primeira apresentação do investment case para falar se o negócio é bom ou não é. Nessa apresentação vemos se vale a pena continuar ou não, e aí começamos a levantar alguns key issues relacionados.



A segunda etapa são as pessoas. As pessoas são boas ou não? Como esses caras alocaram capital no passado? Estão comprando ação ou não? Como se comportam perante os peers? Aí fazemos uma segunda apresentação para discussão interna.

A terceira etapa é de fato entendermos quanto vale o negócio. Chegamos a um valuation que vai para nossa planilha de 50 empresas que acompanhamos há bastante tempo. Se decidirmos que vale a pena continuar e fazer o investimento, antes de comprar sempre tentamos entender qual é o "contra case" deste negócio. Se eu estou comprando, tem alguém vendendo. Por que esse negócio está barato? Por que estou do lado certo?

Tentamos achar o motivo. Muitas vezes o motivo é simples: a base acionária tem 60% de estrangeiros, e eles estão saindo do Brasil. Mas, às vezes, o motivo é mais complexo.

### **Quando foi o melhor e o pior momento do fundo?**

**Alexandre:** Acho que do ponto de vista de processo, que é o que importa já que a rentabilidade é uma mera consequência do processo, estamos no melhor momento agora. Temos hoje uma equipe de quatro sócios seniors da análise, todos com experiência há bastante tempo no mercado financeiro. O processo está bem redondo.

Se você viesse na Edge há quatro anos, nossa Intranet era um sistema pequeno, cheio de problemas. Hoje ela é robusta, temos processos parecidos com empresas de porte muito maior que o nosso.

**Bernardo:** Mas em termos de rentabilidade o melhor momento foi 2009. Subimos bastante. Falando de pior ano, 2008 ainda era clube, mas ali já tínhamos juntado os dois (San Francisco e Clube Triumph), estávamos com carteira única.

**Alexandre:** Janeiro de 2009 é quando temos a primeira cota do Edge Value FIA que vai fazer cinco anos de track record agora em janeiro, com performance que ficamos muito satisfeitos e felizes nessa relação risco e retorno, e volatilidade baixa.

**Bernardo:** É isso que fazemos. Nossa forma de fazer gestão vai preservar em momentos de estresse, e em momentos que o mercado fica eufórico é esperado e normal nós ficarmos para trás, somos mais conservadores e não gostamos de pagar na frente.

**Alexandre:** Nosso horizonte de investimento é de três a cinco anos. No curto prazo, a aleatoriedade dos eventos externos gera muito mais impactos do que os fundamentos no preço de mercado. Se você pega um horizonte grande, os fundamentos acabam refletindo no preço.

Se a empresa começa a ficar muito barata, o conselho vai recomendar um programa de recompra, o concorrente pode fazer uma oferta na Bolsa... Existem formas de o preço

voltar para o valor fundamental, mas isso demora. Então é importante o cliente ter um horizonte de três a cinco anos.

**Bernardo:** Há três coisas que nós como gestores e sócios controlamos. Uma é a base de clientes. Tentamos ter um passivo de muita qualidade. Ninguém está aqui para dobrar os ativos sob gestão do fundo e de uma hora para outra perder tudo com qualquer problema. Sempre focamos muito na questão de nossa estrutura se pagar, então temos uma estrutura enxuta para os ativos que nós temos.

Controlamos clientes, filosofia de investimento e nossos processos. O curto prazo do mercado, o que o [Ben] Bernanke vai falar, isso nem perdemos tempo tentando adivinhar porque acho que é impossível fazer isso. Nosso negócio é buscar investir no momento certo.

## **Conheça os principais cases da Edge Investimentos**

Veja abaixo os raciais de investimento de posições importantes da carteira do Edge Value, apresentados pelos gestores Bernardo Dantas e Alexandre Martins:

### **Itaúsa - maior investimento hoje, cerca de 14% do fundo**

Começamos a investir em Itaúsa no momento em que muitos investidores saíram nos anos de 2011 e 2012 diante das intervenções do governo em IOF, câmbio e etc.. O investidor estrangeiro estava muito assustado com Brasil.

Tínhamos uma posição pequena em Itaú quando a inadimplência começou a subir. O banco tinha errado um pouco a mão na concessão de crédito para pequenas e médias empresas e veículos. Depois, o governo veio com as chamadas medidas macroprudenciais. Basicamente, era uma ideia de controlar a inflação por outras frentes, contendo o crédito sem precisar subir o juro.

Já havia a preocupação dos estrangeiros em razão da inadimplência no Itaú. Após a tal da macroprudencial, a ação passou a cair ainda mais e nós aumentávamos a posição. Por fim, veio o fatídico pronunciamento da Dilma do Dia do Trabalho que lançou a bandeira do governo para reduzir o juro. Banco do Brasil e Caixa começaram a acelerar no crédito.

Embora tenha custado caro nos últimos anos, a medida mais acertada do Itaú foi ter sacado o novo cenário. Tudo baseado na ideia de que o brasileiro já está por aqui de crédito (risco maior porque renda está mais comprometida), os bancos públicos estão competindo comigo (spread menor) e taxas de juros em queda. O que fazer? Reduzir o risco de crédito da carteira para amenizar a inadimplência, aumentar a receita de serviço e cortar despesas. O banco começou um trabalho muito bem feito focando nisso. Esse trabalho durou mais ou menos dois anos e agora os resultados estão aparecendo.

O banco aumentou consignado e imobiliário, parou de emprestar para carro sem entrada. Com isso, a margem bruta começa a cair, a velocidade de crescimento da carteira de crédito diminui ou até fica estagnada, e ele continua carregando as provisões para devedores duvidosos (PDD) e inadimplência de carteiras de safras de crédito de anos anteriores. Ou seja, o resultado do banco piorou bastante.

Agora, passados esses dois anos de trabalho, estamos em um momento no qual a inadimplência e o PDD refletem a nova carteira. A margem financeira líquida (NIM, na sigla em inglês) começa a subir porque as carteiras mais arriscadas estão chegando a uma certa estabilidade. Então daqui para frente vemos CDI subindo (a cada 1% de alta do CDI, o Itaú ganha mais R\$ 600 milhões, R\$ 700 milhões); o spread subindo e a

inadimplência em baixa. O custo vem sob controle desde aquela época e eles fizeram aquisições na área de serviços.

Então hoje todas as estrelas estão alinhadas para Itaú fazer um retorno sobre o patrimônio (ROE) de 20%. É uma empresa muito bem tocada, um business model maravilhoso.

## **São Carlos**

A São Carlos está há bastante tempo em nosso portfólio. É outra posição grande nossa. O mercado de commercial properties em São Paulo tem muita oferta entrando nos próximos anos. Acho que vai buscar o equilíbrio entre oferta e demanda. Com isso, há uma certa estabilidade nos valores dos aluguéis em São Paulo.

Mas gostamos de São Carlos por conta do business model: é simples, compra prédios corporativos que necessitem de um reposicionamento para corrigir o preço do aluguel (via algumas reformas de elevadores, hall de entrada, melhorar a parte de serviços, acessórios, auditório e etc..) e eles sabem comprar muito bem. Eles fazem o value investing no setor de commercial properties. Compram, fazem essa reestruturação do ativo, reposicionam os valores dos aluguéis para preços mais justos ou mais próximos do mercado, e depois que esse prédio chega à sua maturação eles oxigenam o portfólio vendendo esse prédio. Tudo isso é tocado muito bem, eles têm um histórico de gestão muito bom.

A São Carlos tem hoje aproximadamente uns 70 imóveis e terrenos no portfólio, 30 prédios focados exclusivamente em Rio de Janeiro e São Paulo. Isso é outra coisa que gostamos, o fato de ser um negócio focado.

O interessante é que eles estão entrando em um novo negócio, na área de “Strip Malls” com nome de Best Center. É um modelo de negócios que tem retornos maiores do que nos prédios corporativos. É um retorno acima de 14%, e basicamente são investimentos entre R\$ 8 milhões e R\$ 10 milhões. Eles compram terrenos de até 5 mil metros quadrados, e fazem aquele shopping pequeno de vizinhança, que opera de olho no fluxo. É aquela pessoa que estava indo para a casa e resolve parar para comprar algo. E eles só desenvolvem esses Strip Malls quando tem uma loja ampla, ou um Burger King ou um McDonald’s, também com parceria com supermercados.

Acho que o mercado ainda não está atento para este negócio novo. Há uns 30 terrenos para desenvolver e já tem cinco Best Center em operação. Então achamos que aí há um potencial de valor que o mercado não está muito atento.

Sem contar que, apesar de toda essa aceleração de oferta no mercado de São Paulo, a própria vacância está muito baixa ainda, em torno de 10% em São Paulo. O problema

hoje estão nos novos prédios que estão entrando no mercado. Basicamente há alguns anos, o dono do prédio tinha o poder - muita gente demandando - e agora isso inverteu um pouco. Hoje está um momento mais favorável e acreditamos em uma estabilidade dos preços dos aluguéis em São Paulo, não acreditamos que tenha uma bolha.

Os exageros serão corrigidos, mas você imaginar todo mundo se mudando para conseguir aluguéis menores, ou uma enxurrada de ações revisionais jogando os preços para baixo, isso parece muito pouco provável.

Inclusive, neste ano, a São Carlos tem conseguido reposicionar os aluguéis antigos para preços atuais, quando você já tem uma vacância em São Paulo em torno de 10%.

Se você é um investidor de longo prazo e acredita que não haverá nenhuma grande chacoalhada no mercado, acho que o valuation atual de São Carlos permite você faça um investimento de qualidade na empresa. Os controladores são o Marcel Telles, o Beto Sicupira e o Jorge Paulo Lehmann, o pessoal do 3G (tem 54%). Então é a melhor forma de você dizer que é sócio deles em um ativo de qualidade a preços interessantes. Além disso, o time de gestão é sensacional.

Vemos essa como uma grande oportunidade para o investidor de longo prazo.

## **Coelce**

Temos Coelce há muitos anos. A empresa é distribuidora de energia do Ceará. Para mim é a melhor distribuidora de energia do Nordeste, uma das melhores do Brasil. Distribuição de energia é um business de retorno regulado. A regulação é do tipo que é apontada sua tarifa e você corre atrás dos benefícios dos seus ganhos de eficiência. A tarifa é definida de quatro em quatro anos, no ciclo de revisão tarifária, e você tem esse período para ser mais eficiente perante os custos que estão embutidos na tarifa.

A Coelce ganha dinheiro em excesso ao retorno regulatório de duas formas: a primeira é que ela é muito mais eficiente que uma empresa de referência, por isso ela faz um Ebitda superior ao Ebitda regulatório. E, além disso, por ela estar na região da Sudene ela se beneficia de incentivos fiscais que não são capturados na tarifa. Há uma discussão, a Aneel tentou capturar o benefício, a Coelce conseguiu uma decisão liminar e a questão está em juízo ainda. Mas me parece muito pouco provável que a Coelce perca. Uma agência reguladora não pode retirar um benefício oferecido por lei, e não faz o menor sentido.

A região onde a Coelce opera cresce mais do que o restante do Brasil, então tem um crescimento de demanda um pouco maior do que o crescimento de uma distribuidora média brasileira.

E por que está barata? Primeiro, a liquidez é baixa, tem muito pouco sell side acompanhando. O segundo motivo tem a ver com a revisão das tarifas. A Coelce é a primeira empresa a fazer a revisão dos ciclos. A revisão da Coelce acontece em abril de 2011, a próxima é em abril de 2015. O governo atrasou o ciclo tarifário discutindo metodologia e etc.. Então ele travou a tarifa da empresa em 2011 e só fez a revisão em 2012. Então nesse período de 2011 a 2012, a empresa teve uma tarifa maior do que realmente deveria ter porque atrasou a revisão. Quando o governo fez a revisão, informou que a tarifa ia cair e pediu a grana adicional ganhada ali atrás para devolver ao consumidor. A Coelce teria de devolver via um componente financeiro na tarifa. Nos anos de 2013 e 2014 a tarifa vem com um componente financeiro negativo (neste ano foi 5,6% para baixo) que equivale à devolução disso.

O resultado econômico da empresa (neste ano quase R\$ 150 milhões) é muito acima do que ela está de fato reportando no resultado contábil financeiro. Em números redondos, ela está recebendo uma receita R\$ 200 milhões aquém do que deveria receber neste ano de 2013. Eu acho que as pessoas talvez só vão se tocar disso na revisão de 2014. Vão achar que vai cair a tarifa, mas na verdade não. Por que? Porque vai deixar de existir essa componente financeira negativa.

A cereja do bolo do case (não compramos por isso, temos Coelce há muitos anos) está no grupo controlador da Coelce. Dentro da holding controladora, tinha a Enersis e a Endesa Latinoamérica, ambas com um pedaço da Coelce. O controlador resolveu juntar as duas empresas. Colocou a Endessa e os ativos dela dentro do capital da Enersis.

Para colocar esses ativos para dentro, o controlador precisou fazer uma avaliação. Avaliou Coelce em algo como US\$ 2,2 bilhões. Então já deu uma sinalização que acha que vale muito mais do que na Bolsa.

E eles já reportaram aos investidores minoritários que querem fazer três coisas: M&A (comprar alguém na América Latina), comprar participações detidas por acionistas minoritários nas empresas controladas ou fazer investimento greenfield em geração.

Então tem uma chance de esses caras fazerem uma oferta aos minoritários da Coelce.

## **Opinião Empiricus sobre investimentos da Edge**

A equipe da Empiricus carrega uma percepção favorável sobre os cases apresentados pela Edge investimentos. Veja abaixo a opinião dos analistas:

### **Itaúsa**

Compartilhamos do otimismo com Itaú, é um dos nossos principais cases para 2014. Num histórico de décadas, tanto Itaú quanto Bradesco provaram-se PhDs em encarar cenários macros de estresse. E ambos também costumam ganhar bastante em cima dos erros grosseiros dos bancos públicos (de BB e Caixa, a natureza cuida).

A análise da Edge sobre Itaú enfatiza um ponto essencial para entender o universo de bancos: o lag temporal. Há situações em que a originação de crédito já mudou drasticamente, mas a DRE continua cuspidando problemas da carteira antiga. Esse descompasso ocorre poucas vezes, mas sempre que ocorre culmina em grandes oportunidades de comprar um futuro promissor pelo preço do passado indigesto.

No caso de Itaú, creio que o bottom já passou, mas ainda vivemos esta oportunidade com ITUB tradeando abaixo de 2x book, a despeito dos ROEs invejáveis e duros de matar.

### **São Carlos**

Entendemos que a São Carlos reúne um perfil bastante defensivo, combinado a potencial de valorização razoável.

Não houve grandes surpresas no terceiro trimestre, mas a empresa conseguiu entregar sólido desempenho mesmo diante de um ambiente substancialmente desafiador, com deterioração não desprezível do cenário para imóveis de escritório. Mesmo assim, São Carlos manteve uma taxa de vacância baixa e inferior à média do mercado, em 2,9%, reforçando a percepção de relacionamento próximo com locatários, qualidade do imóvel e boa localização.

Outro destaque veio dos leasing spreads da ordem de 20%, o que achamos bem interessante para um momento de destacada desaceleração setorial. Setor com reajustes reais inferiores a 10% e até mesmo negativos no nicho de galpões. A dinâmica alinha à percepção de capacidade de agregação de valor pela companhia, a partir da compra de imóveis com grande potencial de upside e foco em rentabilidade.

Há de se observar também a notável reavaliação do portfólio da companhia, alcançando o valor de R\$ 4,65 bilhões, com valorização de 28% sobre o mesmo período de 2012 e alta de 11% na mesma base de imóveis.

A despeito dos números basicamente em linha com as projeções, recebemos os resultados de forma favorável, em especial por conta do momento mais desafiador. Em reforço ao argumento, reiteramos assertiva anterior de que São Carlos pode sair inclusive beneficiada em longo prazo desse panorama um pouco mais complicado para imóveis comerciais. Isso porque, além de representar uma ilha de bons resultados em meio às dificuldades alheias, dispõe de baixa alavancagem (net debt to ebitda de 3x) e sólida posição de caixa, estando preparada para aproveitar da eventual fraqueza de terceiros para comprar ativos subavaliados.

### **Coelce**

Concordamos com o racional de Coelce, uma de nossas preferidas entre as distribuidoras de energia, em especial por aliar crescimento dado pela área de concessão e bom pagamento de dividendo.



## Desempenho de cada um dos fundos de ações apresentados na série “Conversas com Gestores” desde o início da cobertura

Fundo	Gestora	Data	Evolução	Ibovespa	CDI
<a href="#">Nest Ações</a>	Nest Investimentos	15 de julho de 2013	-1,74%	10,42%	3,82%
<a href="#">Victoire Small Cap Ações</a>	Victoire Brasil Investimentos	29 de julho de 2013	-0,03%	1,73%	3,49%
<a href="#">GTI Value</a>	GTI Administração de Recursos	12 de agosto de 2013	-2,04%	0,81%	3,17%
<a href="#">Rio Bravo Fundamental</a>	Rio Bravo Investimentos	26 de agosto de 2013	3,04%	-3,67%	2,81%
<a href="#">Skopos BRK</a>	Skopos Investimentos	9 de setembro de 2013	-5,36%	-6,46%	2,48%
<a href="#">Bresser Ações</a>	Bresser Administração de Recursos	23 de setembro de 2013	0,38%	-7,08%	2,14%
<a href="#">Kondor Equity</a>	Kondor Invest	8 de outubro de 2013	-3,00%	-4,08%	1,76%
<a href="#">Set</a>	Set Investimentos	22 de outubro de 2013	-8,97%	-10,34%	1,41%
<a href="#">Gávea Ações</a>	Gávea Investimentos	5 de novembro	-4,96%	-7,64%	1,05%
<a href="#">Apex Ações</a>	Apex Capital	19 de novembro	-5,27%	-7,42%	0,73%
<a href="#">Mauá Orion</a>	Mauá Sekular	3 de dezembro	1,00%	-1,88%	0,37%

Fonte: Empiricus

**Analistas Responsáveis**

Beatriz Nantes, CNPI

Felipe Miranda, CNPI

Rodolfo Amstalden, CNPI\*

Roberto Altenhofen, CNPI

**Assistentes de Análise**

Gabriel Casonato, CNPI-T

João Françaolin

**Disclosure**

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças. Nem a Empiricus nem os analistas respondem pela veracidade ou qualidade do conteúdo.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas são sócios e participam dos lucros da Iguatemi Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.

\* O analista Rodolfo Amstalden é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento do disposto no Art. 16, parágrafo único da Instrução ICVM 483/10.