

Rio de Janeiro, 21 de fevereiro de 2017

“There are two kinds of forecasters: those who don’t know and those who don’t know that they don’t know.”

“The only function of economic forecasting is to make astrology look respectable.”

J. Kenneth Galbraith

Prezados cotistas,

Depois de seis anos de performance decepcionante, em 2016, a bolsa brasileira conseguiu superar o seu principal *hurdle* – a taxa de juros básica do país. Para desespero dos tradicionais investidores *bottom-up*, essa performance positiva se deu em um ambiente onde, na média, os resultados das empresas brasileiras foram sofríveis e sem perspectiva de considerável melhora para o curto prazo, fruto da quase depressão que afetou (e ainda afeta) a economia do Brasil. Definitivamente, não foi um ano “normal”.

Atingir uma performance superior através de um portfólio de ações só foi possível, em grande medida, através de investimentos lastreados por uma visão macro diferenciada e, nesse contexto, não conservadora. Não era trivial se opor ao pessimismo cada vez mais dominante entre os observadores do ambiente político e econômico brasileiro.

Como se não fosse suficiente, 2016 iniciou-se com o receio de uma desaceleração mais abrupta da economia chinesa e a expectativa de um aperto mais severo de política monetária americana. Os meses de janeiro e fevereiro marcaram o *low* dos mercados emergentes e de várias *commodities*, como petróleo e metais, o que deprimiu ainda mais o sentimento geral. O Ibovespa chegou a cair 14% durante o mês de janeiro.

O contexto remetia a cenários ainda mais sombrios à frente e a questões que muitos da atual geração do mercado financeiro brasileiro não viveram profissionalmente. Um possível *default* da dívida pública brasileira, o retorno da hiperinflação e a dominância fiscal voltaram a ser temas de debates e deixaram de ser risco de cauda para muitos analistas. Em função da crescente desordem econômica, o Brasil estaria caminhando na direção do que a Argentina acabou se tornando nos últimos anos e escutava-se falar até em Venezuela.

O pensamento contrário a esse *mainstream* argumentava que o país possui instituições fortes o suficiente, que o impedem de se atirar no abismo, cometendo assim um suicídio coletivo da sociedade. O Brasil teria atingido um grau de avanço na construção de uma sociedade aberta que funcionaria como um anteparo limitador de incompetências agudas dos nossos “líderes”. Algo, portanto, haveria de acontecer a fim de reverter essa tendência depressiva. E aconteceu...

Obviamente, estamos nos referindo ao evento do *impeachment* da presidente Dilma. Essa foi a grande aposta do ano. Não apenas se esse evento iria ou não se materializar, mas também o que significaria o novo governo, transitório em um primeiro momento, qual seria a sua força e competência para reverter as expectativas de caos social e econômico. História a qual ainda está sendo escrita.

Nossa indústria (Squadra incluída) passou boa parte do ano discutindo política brasileira e seus bastidores. Analistas dividiam seu tempo entre a tradicional rotina de visita a empresas, projeções de EBITDA e análises de ambiente competitivo microeconômicos com discussões sobre contagem de votos no Congresso a favor e contra o *impeachment*. Afinal, todos sabiam que a troca de comando no governo federal causaria um impacto de grande magnitude nos preços dos mais variados ativos financeiros e em

nossa moeda. As apostas contra o consenso se beneficiaram da redução dos prêmios de risco resultante do processo de retirada da presidente.

Seguindo um padrão histórico, nesse ambiente de redução abrupta do risco percebido, as ações de melhor desempenho são geralmente as das companhias que possuem os piores negócios, maior alavancagem operacional e, principalmente, financeira. Ou seja, aquelas que não resistiriam mais alguns anos de crise econômica no país. Quanto mais dependente o *valuation* de uma empresa fosse da valorização do Real, da queda da taxa de juros, de alguma recuperação econômica, de um governo mais pró-*business* e da redução da taxa de desconto, maior seria o impacto no preço de suas ações, pelo menos em um primeiro momento. Essa foi a segunda derivada que gerou dor de cabeça nos investidores *bottom-up* em 2016. Consequentemente, a performance relativa dos fundos de ações ativos no Brasil foi de amargar.

A dificuldade da análise de cenário e posicionamento de portfólio continua para 2017. Os diferentes desdobramentos políticos dos eventos de 2016 ainda trarão incertezas e surpresas. Apesar dessa conjuntura instável, gostaríamos de dividir com nossos cotistas uma rápida visão sobre aquela que acreditamos ser a tendência primária para onde estaria caminhando o Brasil.

No entanto, ao tecer comentários sobre o futuro, bem como sobre macroeconomia, é importante ressaltar o teor das frases grifadas no início do texto, ambas de John Kenneth Galbraith. Essa ressalva é ainda mais pertinente no nosso caso, pois não consideramos que faça parte do círculo de competência da Squadra análises prospectivas de cenários macro.

Apesar da justificada incerteza a respeito do ambiente de investimentos no Brasil, achamos que existe espaço para um cenário mais construtivo a médio prazo. Na verdade, esse maior otimismo está relacionado com a interação de três fatores: (1) observação de um padrão histórico – de erros – de política econômica no Brasil; (2) extrema necessidade de mudança e (3) alto grau de consenso em relação às principais medidas que o Brasil precisa executar de forma a voltar aos trilhos.

Em outras palavras, a combinação de (1) + (2) + (3) implica em uma razoável probabilidade de melhores anos para o Brasil e sua economia.

Nos últimos anos, o governo brasileiro seguiu um padrão conhecido de longa data por observadores atentos, qual seja, apesar de haver fortes opiniões sensatas contrárias, o país vinha novamente aplicando políticas econômicas equivocadas, esticando a corda ao máximo até que a situação começasse a sair do controle. Nesse momento, de alguma forma, as instituições reagem, as incertezas que pairam nos mercados se agudizam, dando sinais claros de pânico, e conseqüentemente ganha força a pressão pela adoção de políticas econômicas corretas que já vinham sendo sugeridas anteriormente. Isso não foi um padrão exclusivo da era petista. No governo FHC, observou-se modelo semelhante, sendo o evento mais emblemático a implantação do chamado tripé econômico – disciplina fiscal, câmbio flutuante, meta de inflação – a partir da maxidesvalorização do real em 1999.

Parece-nos que esse padrão está se repetindo. Novamente, o *turning point* ocorre quando se chega a uma situação extrema. No caso atual, o extremo está relacionado à necessidade premente de se restabelecer uma trajetória de solvência para a dívida pública do governo federal. Reforça a chance de sucesso o pensamento comum de que é necessário atacar o problema déficit público / tamanho do Estado. De fato, é difícil achar na história econômica brasileira recente um grau de consenso tão elevado a respeito das principais medidas necessárias para trazer novamente a economia do país ao eixo. Daí, portanto, a relativa facilidade na apresentação e aprovação de duras medidas de ajuste fiscal no Congresso como observado ultimamente.

Além do ajuste fiscal, há a clara intenção de se criar um ambiente mais pró-*business* no país. A lógica seria que o dinheiro público acabou e, portanto, mais do que nunca, o Brasil precisa criar condições para que o setor privado invista e prospere. Nessa mesma linha, se iniciam as discussões sobre uma segunda leva de reformas a ser perseguida, sendo as mais emblemáticas aquelas destinadas a resolver a esquizofrenia da legislação trabalhista e do regime tributário no país.

O governo começa a redesenhar os setores regulados no Brasil através de regras mais claras e estáveis, conferindo novamente retornos de “mercado” para essas indústrias. Isso serve de lastro para que o setor privado volte a se interessar pela infraestrutura do país, bem como para a reativação do programa de privatizações.

De forma hábil, empresas como Eletrobras e Petrobras estão sendo “privatizadas” em meio a um grande redesenho do ambiente regulatório. Em poucos meses, vários ativos e subsidiárias da Petrobras foram vendidos ou colocados à venda. A companhia já vendeu US\$ 13 bilhões e ainda pretende levantar outros US\$ 21 bilhões com alienação de ativos, dos seus mais diversos segmentos. Mesmo nas áreas onde a Petrobras continuará a operar, verificamos a vontade de fazê-lo sob uma lógica de mercado. Podemos citar, i) a importante redução no plano de investimentos da companhia, ii) novo regime de precificação dos derivados de petróleo no mercado interno de acordo com as flutuações de preços internacionais e com prêmio para a paridade, e iii) plano de implementar o processo de Orçamento Base Zero. É notório o esforço do governo em trazer investimentos privados para o setor. Não só a Lei do Pré-Sal foi alterada de forma a remover a obrigatoriedade de participação da Petrobras, como também vemos a movimentação para flexibilizar as exigências de conteúdo nacional.

A gigante estatal do setor elétrico não ficou para trás nesse movimento de racionalização de ativos e melhora de governança. Ao final de julho de 2016, ainda no período de governo provisório, a Eletrobras foi a protagonista do que talvez tenha sido o maior e mais surpreendente sinal de compromisso com a recuperação das combalidas empresas estatais sob a administração imposta pelo governo Temer. Em assembleia de acionistas, o próprio controlador – governo federal – sugeriu a não renovação das concessões de distribuição operadas pela estatal, reconhecendo a total incapacidade da companhia de gerir de forma adequada esses ativos. Adicionalmente, assumiu o compromisso de privatização desses ativos até o fim de 2017, algo considerado impossível de acontecer em um governo petista.

É possível estarmos vivenciando o começo de uma espécie de “*bull market*” do ambiente regulatório no Brasil. Um ambiente onde setores como os de petróleo, energia, saneamento, rodovias e portos serão afetados positivamente por medidas governamentais, definidas no intuito de conferir uma rentabilidade justa e atrair mais investimentos. Serão esses setores os destaques do mercado acionário no próximo ciclo, como foram Telecomunicações na década de 90 e *Commodities* nos anos 2000?

Não poderíamos deixar de ressaltar a sabedoria das frases de JK Galbraith e dizer também que, apesar dessa visão um pouco mais otimista a respeito do Brasil, teremos pela frente um período ainda muito hostil para investidores em geral. A tendência primária pode até ser positiva, mas vale lembrar o cenário de recessão extrema pelo qual passou nosso país nos últimos dois anos. Os sinais de recuperação são ainda anêmicos e voláteis. A situação fiscal permanece muito frágil e dependente de que as reformas pretendidas pelo governo federal sigam avançando.

Certo é que, independente de qual seja o cenário de recuperação, o processo será não linear. Teremos momentos de grandes apreensões no ambiente macro e, para não esquecermos de nossa atividade principal, também no micro, com os resultados das companhias ainda longe de apresentarem melhora importante em sua maioria.

“Bull markets climb a wall of worry”

An old Wall Street proverb.

Nossa performance

	2016		Últimos 3 anos		Desde o início	
	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média	Retorno	Exposição líquida média
Long-Biased ¹	29,4%	46,0%	30,7%	49,0%	238,6%	48,6%
Long-Only	32,2%	90,5%	24,6%	89,0%	264,5%	88,1%
Ibovespa	38,9%	n.a.	16,9%	n.a.	-0,5%	n.a.
IbBrX ²	36,7%	n.a.	16,4%	n.a.	24,5%	n.a.
Benchmark estratégia Long-Biased ³	14,0%	n.a.	50,8%	n.a.	185,4%	n.a.

O ano de 2016 foi o primeiro de *underperformance* dos fundos da Squadra, em relação ao Ibovespa, desde seus lançamentos em 2008. Em nossas cartas, lembramos constantemente aos senhores que, em períodos de forte valorização do mercado acionário, o mais provável é que tanto o Long-Biased quanto o Long-Only tivessem desempenho inferior ao dos principais índices de bolsa do Brasil. Comportamento este esperado para portfólios de ações que buscam desempenho superior, ajustado ao risco, no longo prazo.

Como dissemos na parte inicial desta carta, o mercado acionário brasileiro passou por 2016 bastante influenciado, e não poderia ser diferente, pela possibilidade, ao fim concretizada, do *impeachment* da presidente Dilma Rousseff. Entretanto, outros temas macro, como preços do petróleo e do minério de ferro, também foram determinantes para o desempenho do Ibovespa. As onze ações integrantes do Ibovespa que mais subiram em 2016, independente de seus pesos no índice foram: BRAP4, GOAU4, CSNA3, USIM5, GGBR4, VALE5, PETR4, BBAS3, VALE3, PETR3 e SANB11.

Quando considerada a contribuição para o desempenho do Ibovespa no ano, mais de 2/3 da alta de 38,9% do índice em 2016 é explicada por ações das seguintes companhias: Itaú, Bradesco, Petrobrás, Vale, Banco do Brasil, BM&F Bovespa e Itaúsa (holding controladora do Banco Itaú). As ações dessas companhias subiram mais do que o Ibovespa, sendo a de pior desempenho a preferencial de Itaúsa (+43,3%) e a de melhor a preferencial de Vale (+129,2%). Nosso entendimento é que o preço dessas ações foi mais influenciado por temas *top-down* do que *bottom-up* no ano que passou.

Para quem nos acompanha há mais tempo, não é difícil imaginar que, em um ano onde as ações citadas nos parágrafos anteriores fossem as de melhor desempenho, nossos fundos teriam dificuldade em superar os índices de bolsa. Logo, nossos dois fundos obtiveram resultados dentro do esperado em um cenário como esse, com o Long-Only ligeiramente acima do Long-Biased, também algo esperado devido às circunstâncias de tal ambiente de investimento. Apesar da valorização de 2016, o Ibovespa continua a acumular performance ligeiramente negativa (-0,5%) desde o início de operação dos fundos da Squadra, em 31 de março de 2008. Serão os próximos nove anos tão ruins para a bolsa brasileira como foram os últimos nove? Provavelmente, não.

¹ Para maiores esclarecimentos, favor verificar as informações sobre os fundos em www.squadrainvest.com.br
Squadra Long-Biased FIC FIA (“Long-Biased”)
Squadra Long-Only FIC FIA (“Long-Only”)

² O indicador IbBrX é mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance dos fundos.

³ IPC-A+x% a.a., cobrada anualmente, sendo o fator x definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator x era fixo em 6% ao ano.

“And still...”⁴

A maior posição de nossos fundos, Equatorial Energia, foi aquela que mais contribuiu para o desempenho dos mesmos, pelo sexto ano consecutivo. A despeito do bom desempenho das ações da empresa nos últimos anos, a mesma permanece como maior investimento da Squadra. Uma combinação de fatores justifica tal posicionamento. Em primeiro lugar, o mais óbvio: não foi apenas o preço das ações da Equatorial Energia que subiu. Seus lucros, operacional e líquido, também cresceram fortemente nos últimos anos, baseados nos resultados obtidos por suas subsidiárias Cemar e Celpa.

Em segundo lugar, acreditamos que ambas as distribuidoras de energia elétrica seguem com boas perspectivas de crescimento de lucro para os próximos anos. No que diz respeito às expectativas de longo prazo de suas distribuidoras, é comum encontrarmos em análises sobre a empresa uma espécie de reversão para a média de suas rentabilidades, com a qual não concordamos. Tal reversão, na nossa visão, seria justificada por uma combinação de duas hipóteses: (1) a gestão da Equatorial deixará de ser superior à (nada empolgante) gestão média das demais 62 concessões de distribuição do Brasil e/ou; (2) o modelo de regulação do setor elétrico brasileiro, em vigor há mais de uma década com razoável sucesso, deixará de incentivar empresas eficientes e que prestam um serviço de qualidade superior a seus clientes. Naturalmente, não acreditamos que tais conjecturas façam sentido.

Por último, a Equatorial continua bem posicionada para crescer de forma inorgânica. A agenda de privatizações do governo federal e sua intenção de atrair mais investimentos privados para os setores ligados à infraestrutura devem acelerar e aumentar as oportunidades de criação de valor através de alocação de capital da companhia. Vale destacar o ingresso da empresa no segmento de transmissão de energia, após participação no leilão de novembro último.

Em relação a esse novo investimento, vale uma reflexão mais profunda. Não consideramos, via de regra, investimentos *greenfield* em geração e transmissão de energia como bons negócios. Por se tratarem de investimentos através de leilão, o vencedor geralmente é, na prática, o grande perdedor: o mais agressivo em todas as premissas que acabam não se tornando realidade. O retorno sobre capital investido auferido é, por consequência, muitas vezes abaixo do custo de capital. Leilão é um ambiente de competição perfeita extremamente eficiente para quem vende, apenas. Além disso, quase não há espaço para ganhos com gestão operacional, por se tratarem de ativos de simples operação. Para uma empresa como a Equatorial Energia, que tem como principal vantagem competitiva a excelência operacional, não parece natural possuir investimentos relevantes nesses segmentos.

Toda regra, entretanto, tem sua exceção. O mau trato sofrido por todos os setores regulados nos governos Dilma, passando por instabilidade de regras até o tabelamento de retornos, aliado ao ambiente de quase depressão econômica, veio cobrar seu preço ao final de 2015. O segmento de transmissão de energia elétrica, em particular, passou a conviver com leilões “vazios”, prejudicando o planejamento do sistema elétrico nacional e causando preocupações entre os especialistas. Paralelamente a esse contexto, muitas empresas vencedoras dos últimos certames de transmissão de energia, seguindo a lógica da agressividade em leilões discutida acima, começaram a passar por dificuldades financeiras, culminando até mesmo em processos de recuperação judicial. Criou-se, portanto, uma janela de oportunidade única: de um lado, a necessidade por parte do novo governo de atrair o capital privado rapidamente, de outro, pouca competição devido à crise econômica do país e à situação específica de empresas do segmento. O resultado dessa combinação apontava para algo não usual: bons retornos em projetos *greenfield* de transmissão.

Diante dessa conjuntura, a Equatorial Energia, de maneira ágil, aproveitou a oportunidade e comprometeu-se com investimentos relevantes no leilão de outubro de 2016. Um movimento que só foi possível graças à nova estrutura da holding, construída pelo novo conselho de administração eleito em 2015, e liderada por Firmino Sampaio, Augusto Miranda e seu time.

Outros destaques positivos no desempenho dos fundos da Squadra, que merecem ser citados, vieram dos investimentos em bancos, Bradesco e Itaú, e nas empresas de shopping centers, BR Malls e

⁴ Bruce Buffer, apresentador do UFC, ao anunciar a vitória dos detentores de cinturão.

Multiplan. No caso específico de BR Malls, nosso envolvimento com o investimento tem sido mais ativo do que de costume.

“If you rise high in a corporation or elsewhere in life, you have a duty to be an exemplar – you have a duty to take less than you deserve, to set an example.”

Charlie Munger

Somos acionistas de BR Malls há mais de dois anos e aumentamos consideravelmente nossa participação ao longo do 2º semestre de 2015, quando o *valuation* atingiu níveis que só tínhamos visto no estresse da crise financeira de 2008. Em dezembro de 2015, a companhia convocou uma assembleia geral extraordinária (AGE), a fim de alterar a cláusula de *poison pill* presente em seu estatuto social. A convocação nos chamou atenção negativamente: estava sendo proposta a introdução de um laudo de avaliação da companhia, em caso de oferta pública motivada por atingimento de participação relevante. O tema era especialmente sensível no caso da BR Malls, já que a companhia é a única entre as grandes empresas do setor sem um grupo de controle definido.

Em nosso entendimento, seria transferir demasiado poder ao conselho de administração da companhia com relação a um tema cuja decisão deve caber aos acionistas. À época, éramos os maiores acionistas locais “outsiders” da empresa. Procuramos a administração da BR Malls, nos posicionamos contrários a essa alteração e nos colocamos à disposição para ajudar no que fôssemos capazes. Paralelamente, iniciamos o contato com outros acionistas relevantes para expor nossas preocupações e ponto de vista. Finalmente, no dia 07 de janeiro de 2016, o conselho de administração da empresa acabou por cancelar a AGE que trataria de tal alteração estatutária.

Em nossa análise de BR Malls, sempre identificamos aspectos de governança e alinhamento que poderiam ser sensivelmente melhorados. A proposta de alteração do *poison pill*, no formato apresentado e aprovado por unanimidade no conselho, só fez aumentar nosso desconforto e a convicção de que mudanças em sua governança seriam benéficas para a companhia e seus acionistas.

Tendo em vista a eleição do conselho prevista para a assembleia de abril de 2016, indicamos dois nomes de referência no tema de governança corporativa: Mauro Cunha e Isabella Saboya. Eram candidatos com ampla qualificação, capazes de colaborar com outros temas também relevantes, como por exemplo alocação de capital, e sem qualquer vínculo com a Squadra.

Novamente, procuramos diversos acionistas para expor as razões que suportavam nosso movimento e apresentar o currículo das pessoas indicadas. Em conjunto com um grupo de acionistas locais, necessário para atingir o percentual do capital social exigido por lei, assinamos um pedido de voto múltiplo, determinando que a votação se daria em cada candidato individualmente. Seriam eleitos os sete mais votados entre os nomes apresentados.

No dia 29 de abril de 2016, em assembleia geral ordinária (AGO), aconteceu a mudança mais relevante na governança da BR Malls dos últimos anos. Apenas quatro dos sete conselheiros que compunham a chapa indicada pela administração foram reeleitos para o mandato de dois anos. Os dois candidatos independentes indicados pela Squadra tiveram uma votação maciça, bastante além do necessário para que fossem eleitos, evidenciando a qualidade das pessoas propostas e a boa acolhida que nosso movimento teve por parte dos demais acionistas. Na mesma AGO, a proposta de remuneração da Diretoria foi recusada em primeira votação, apontando um dos assuntos que deveria ser tratado pelo novo conselho.

Logo na primeira reunião, os novos membros passaram a coordenar dois importantes comitês: o Comitê de Opção, Pessoas e Remuneração e o Comitê de Auditoria e Gestão de Riscos, este último instaurado também pela nova formação do conselho. Nosso agradecimento a Mauro Cunha e a Isabella Saboya e reconhecimento pelo trabalho persistente, em prol da companhia, que desempenharam ao longo desse ano.

Recentemente, já em 2017, a companhia divulgou um fato relevante anunciando a renúncia ao cargo de conselheiro por parte de seu CEO. Em função da eleição anterior ter se dado pelo sistema de voto múltiplo, a lei determina que todos os demais conselheiros também perdem seus cargos com essa renúncia.

Ato contínuo, a BR Malls convocou uma assembleia geral extraordinária, a fim de eleger um novo conselho. Nesse novo arranjo, a chapa proposta mantém três dos atuais integrantes, sendo um dos dois indicados pela Squadra na AGO de 2016, e apenas dois membros da formação pregressa do conselho. A eventual confirmação dessa chapa pela assembleia significará que o conselho da BR Malls terá cinco, de um total de sete membros, diferentes daqueles que compunham o órgão até abril de 2016, ou seja, uma mudança bastante significativa na governança da companhia. Confirmada tal alteração, analisaremos a necessidade de escrever aos senhores sobre a mesma e seus desdobramentos, em uma próxima carta.

“You must value the business in order to value the stock.”

Charlie Munger

Em um ano onde os principais índices da bolsa brasileira se valorizaram ao redor de 40%, os *short sellers* não tiveram vida fácil. Por isso, podemos dizer que ficamos satisfeitos com o desempenho do portfólio *short* do Long-Biased, apesar de ter sido ligeiramente negativo. Uma concentração maior em poucas ideias se fez necessária dado o ambiente de *bull market* com o requinte de mudança aguda de percepção, como comentamos na sessão inicial desta carta.

Ao longo dos últimos meses, a posição vendida em ações do setor de educação tem ganhado relevância em nosso portfólio *short*. Entre os diversos setores da economia, a indústria de educação superior privada deve ter sido uma das mais beneficiadas por políticas populistas dos governos Dilma. Estamos falando, naturalmente, do FIES.⁵

A partir de 2010, período que coincide com o relaxamento das regras do FIES e seu exponencial crescimento, criou-se o setor de educação mais valioso do mundo no país. A Kroton, maior empresa do setor, é hoje o maior grupo de educação superior privada do mundo em número de alunos e em valor de mercado – R\$ 23bi. Caso a fusão com a Estácio seja autorizada pelo CADE, a companhia resultante terá um valor de mercado de aproximadamente R\$ 28bi. A título de curiosidade, seu valor de mercado no início de 2010 era de apenas R\$ 1,1bi.

Nesse ambiente, estimamos que a Kroton irá atingir em 2016 uma margem líquida em torno de 44%⁶ e um retorno sobre o patrimônio líquido tangível (RoTE) por volta de 90%⁷. Tais indicadores de rentabilidade são superados apenas por 2 empresas do Ibovespa: Cetip e Cielo. A rentabilidade da Kroton supera a de outros negócios com altas barreiras de entrada como Ambev, Smiles, Natura e BM&FBovespa. A Kroton também não fica devendo no cenário internacional: pertenceria ao primeiro decil de empresas mais rentáveis caso fosse listada tanto no S&P500 quanto no STOXX Europe 600⁸.

No gráfico seguinte, plotamos as 25 empresas mais rentáveis do Ibovespa levando em consideração duas métricas: margem EBIT⁹ e RoTE.

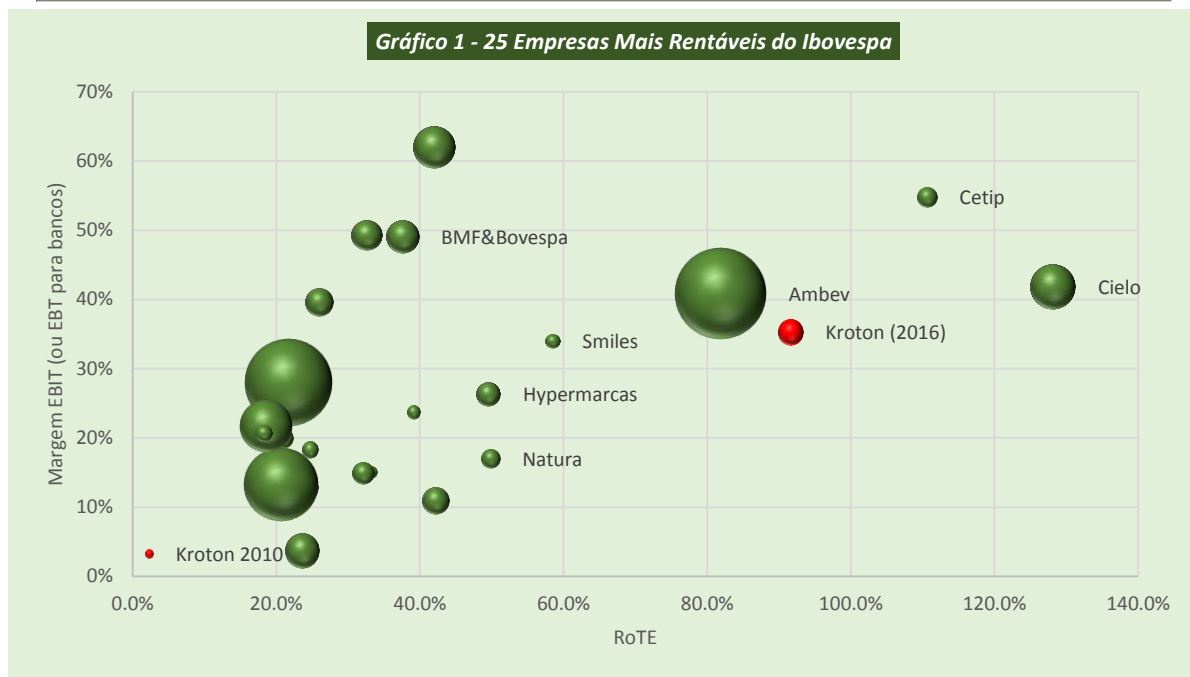
⁵ O Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) é o Programa do Ministério da Educação (MEC) que financia cursos superiores não gratuitos para determinados alunos, a juros subsidiados. Criado em 12 de julho de 2001 pela Lei Federal 10.260, o Programa foi alterado posteriormente pelas Leis 11.552 de 2007, 11.202 e 12.513 de 2010.

⁶ Margem líquida = lucro líquido ajustado ÷ receita líquida.

⁷ Retorno sobre o patrimônio líquido tangível (RoTE) = lucro líquido ÷ (patrimônio líquido – ágio gerado por aquisições).

⁸ Fonte: Bloomberg. Rentabilidade medida pelo RoTE, conforme definido acima.

⁹ Margem EBIT = EBIT (lucro antes de impostos e juros) ÷ receita líquida.



Fonte: Bloomberg, Squadra

Nesse estudo, comparamos esses dois indicadores em 2010 e em 2016 da Kroton com a média dos últimos 4 anos das demais empresas. O tamanho das bolhas reflete o valor de mercado de cada uma. A presença da Kroton no quadrante superior à direita evidencia uma elevada rentabilidade sob ambas as métricas. Além disso, vale mencionar que as empresas do setor de educação superior são isentas do pagamento de imposto de renda, como contrapartida à oferta de bolsas do PROUNI¹⁰. Dado que outras companhias pagam alíquotas mais elevadas, um eventual ajuste para considerar esses benefícios deixaria a empresa em situação ainda mais favorecida no eixo vertical do gráfico.

Nossa posição *short* no setor vem, obviamente, por acreditarmos que tais níveis de rentabilidade não são sustentáveis. T tamanha lucratividade foi alcançada, na nossa visão, pelo fato de as companhias terem sido capazes de cobrar, através do FIES, mensalidades fora da lógica de mercado de seus alunos ao longo dos últimos anos, incluindo reajustes anuais na casa de dois dígitos, recorrentemente. O governo Dilma, desorganizado e com interesses eleitoreiros, pagou a conta, amparado em uma contabilidade inadequada recentemente criticada pelo Tribunal de Contas da União (TCU)¹¹. Ao aluno, “inelástico” por não estar contribuindo com nada e muitas vezes desinformado sobre o tamanho real da dívida que está contraindo, restará o calote.

Os gráficos a seguir suportam a tese acima. Através do FNDE¹², obtivemos acesso às informações de todas as matrículas FIES desde 2010 até o final de 2016¹³, totalizando mais de 60 milhões de registros referentes aos pagamentos mensais de cada matrícula do programa. De posse desses dados, conseguimos calcular o “índice de inflação” do FIES de cada instituição, bem como acompanhar a evolução da mensalidade de cada aluno financiado ao longo do curso. O gráfico 2 mostra a evolução das mensalidades FIES desde 2012, em base 100, para todas as empresas de capital aberto¹⁴ (para melhor análise, separamos a Anhanguera da Kroton¹⁵). Nota-se que todas as empresas analisadas auferiram ganhos reais no período, sendo que Kroton e Anhanguera implementaram reajustes superiores às demais ao longo do tempo. Faz-se

¹⁰ Programa Universidade para Todos, do Ministério da Educação (MEC).

¹¹ http://portal.tcu.gov.br/data/files/08/43/F7/B1/51B98510784389852A2818A8/011.884-2016-9%20_FIES_.pdf

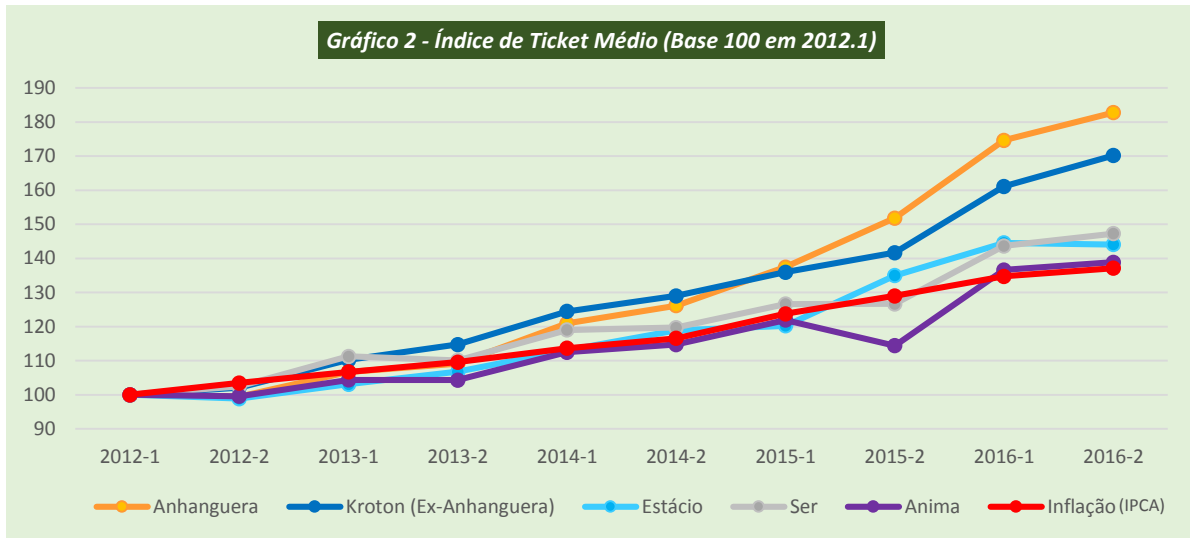
¹² Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação, autarquia responsável pela execução de políticas educacionais do MEC, incluindo a gestão do FIES.

¹³ <http://dados.gov.br/dataset/fundo-de-financiamento-estudantil-fies>

¹⁴ A mensalidade média anual calculada no gráfico 2 sofre, naturalmente, efeito de alteração no mix de cursos ao longo do tempo. Esse efeito, entretanto, é mensurável e, de acordo com nossas análises, pouco relevante.

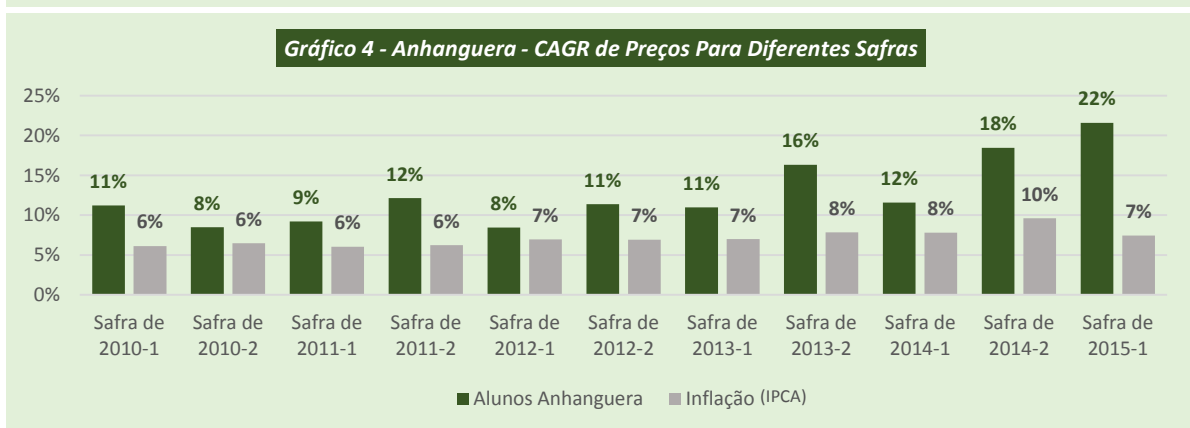
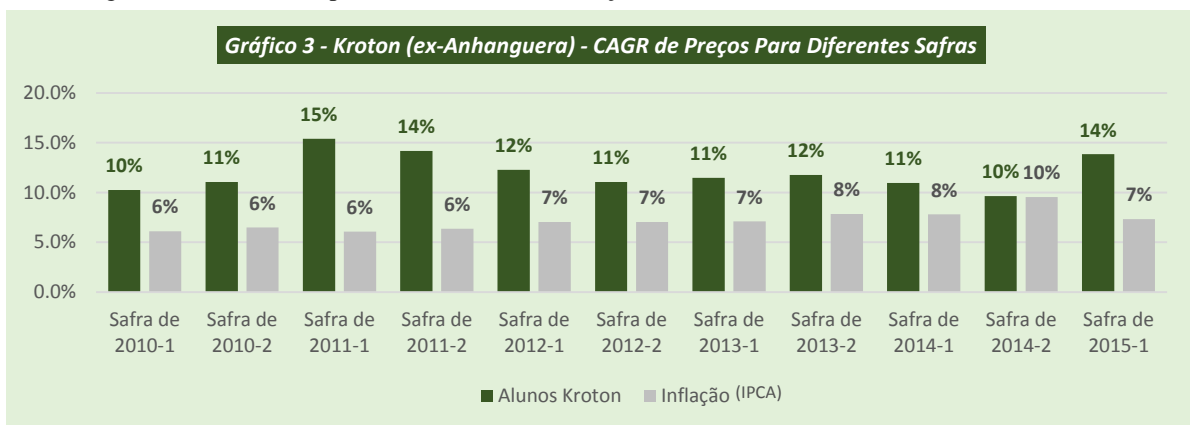
¹⁵ A Anhanguera foi adquirida pela Kroton em meados de 2014.

importante salientar, também, a mudança de padrão na precificação da última após sua aquisição em meados de 2014 pela Kroton.



Fonte: FNDE, Squadra

Já os gráficos 3 e 4 abaixo exibem a variação anual média¹⁶ da mensalidade de cada aluno da Anhanguera e da Kroton, a partir do ano de sua inscrição no FIES.



Fonte: FNDE, Squadra

¹⁶ A análise foi feita através do cálculo do CAGR de reajuste de mensalidade de cada aluno, desde o primeiro semestre em que o aluno pegou o FIES até o último registro existente na base, bem como a inflação (IPCA) acumulada anualizada nesse período que o aluno estudou. Em seguida, fizemos a média de todos esses valores, agrupando os alunos por safras de acordo com o semestre onde o FIES foi obtido pela primeira vez.

Além dos ganhos reais consistentes, chama atenção os elevados reajustes implementados para alunos que pegaram o FIES no começo de 2015, que após um ano de estudos, no auge da crise econômica, se viram obrigados a absorver mensalidades bem diferentes daquelas de quando iniciaram o curso.

Essa conjuntura de bonança é bem diferente da época de vacas magras pela qual o setor passou antes das mudanças do FIES em 2010, quando as companhias estavam sujeitas a uma lógica concorrencial de mercado. Nesse período, as empresas lutavam para manter suas mensalidades estáveis em termos nominais, o que reflete a dinâmica econômica esperada para um setor onde as empresas vendem produtos sem grandes diferenciações a clientes com dificuldades acadêmica e financeira. Uma combinação que, em nossa opinião, não deveria conferir *pricing power* a uma empresa.

Enquanto o governo federal não reformula o FIES (o novo formato está previsto para ter início no segundo semestre de 2017), a toada de aumento de preços parece continuar. Através do portal de acesso à informação do governo federal, já conseguimos identificar aumentos de dois dígitos para alunos FIES de alguns importantes grupos educacionais. Desconhecemos, no cenário atual da economia brasileira, indústria que esteja conseguindo repassar preços a seus clientes nessa magnitude, sob condições normais de mercado.

É bem verdade que o FIES, mesmo ainda sendo gerido sob os exageros do governo anterior, já está bem menor. Por falta de recursos orçamentários, o programa foi reduzido a partir de 2015 e hoje representa de 5% a 20% da captação das empresas do setor no ensino presencial, versus 50 a 60% em 2014. Ainda assim, por se tratar de um negócio de ciclo longo, os reais impactos dessa diminuição, em nossa visão, ainda não estão refletidos por completo no DRE das empresas. À medida que os alunos antigos se formam, a pressão de uma base de alunos com menos FIES e com mensalidades, digamos, mais razoáveis, aumentará e a rentabilidade tende a diminuir sensivelmente. Ademais, o fato de que o novo governo irá desenhar, muito provavelmente, um programa bem mais sustentável e com mecanismos para controlar os aumentos de preço que vimos no passado, a pressão na rentabilidade deverá ser ainda maior.

Boa parte das empresas de educação já começou a demonstrar em seus resultados os efeitos perversos de uma menor captação de alunos FIES. No caso da Kroton, em nossa opinião, esses efeitos foram menos sentidos devido, principalmente, a três fatores: a maior penetração do FIES na base de alunos, quando comparada com as demais empresas de educação; os reajustes acima da inflação implementados para essa base FIES, de acordo com nossa análise exposta acima; e a criação de um programa de financiamento próprio, o PEP.

O PEP é um programa que, em média, financia aproximadamente 60% da mensalidade do aluno sem juros¹⁷. O aluno paga 30, 40, 50 e 60% da mensalidade total, ano a ano, respectivamente, até concluir o seu curso. Após a conclusão, paga 60% da mensalidade até quitar o valor devido. Em teoria, o aluno termina de pagar a dívida em um período de 3 a 4 anos adicionais. De acordo com o *website* da companhia, não é necessário que o aluno possua fiador e nem mesmo conta bancária. Não há nenhuma análise de crédito na seleção.

De acordo com nossas estimativas, a mensalidade dos alunos PEP já possui um “valor de face” em patamar superior até mesmo à dos alunos FIES. Em algumas regiões, estimamos, o comprometimento de renda do aluno para quitar o débito, durante 3 a 4 anos, será altíssimo, com uma conta mensal a pagar para a Kroton por volta de R\$1.000 por mês¹⁸. Consideramos esse valor significativo, ainda mais tratando-se de um universo de alunos na sua maioria de classes C e D, muitas vezes já negativados por outras dívidas ou mesmo sem conta bancária.

O controle da evasão também será um grande desafio. Na média, a evasão do setor roda próxima a 50% ao longo do curso. No entanto, no caso do PEP, os alunos sofrerão aumentos anuais na parcela a ser desembolsada de 33%, 25% e 20%, em termos reais, respectivamente. Na fase final do curso, pelo cronograma previsto, o estudante desembolsaria mais do dobro do que no seu semestre de calouro. Dessa forma, acreditamos que a evasão do PEP será maior que a evasão dos alunos normais, o que deve pressionar

¹⁷ Apesar de existirem outros tipos de PEP, estamos nos referindo ao chamado PEP30, que atualmente é o mais relevante na captação.

¹⁸ Em termos nominais

ainda mais a inadimplência do programa, uma vez que o índice de *default* do evadido tende a ser bem maior que o do aluno formado.

Experiências similares recentes adotadas nos Estados Unidos apresentaram um índice de inadimplência bastante elevado. A ITT Educational Services e a Corinthian Colleges, através dos seus respectivos programas de financiamento próprio PEAKS e Genesis, financiavam algo em torno de 10 a 15% da mensalidade total do aluno. Apesar de não haver dados oficiais sobre a inadimplência desses veículos, comentários dos então CEOs de ambas as companhias sugerem que o índice de *default* já havia ultrapassado a marca de 60%¹⁹. Acredita-se, porém, que o valor final tenha ficado bem acima disso. No caso da ITT, com o intuito de mascarar a má performance dos empréstimos, a empresa adotava a prática de cobrir, secretamente, parte do rombo dos fundos com recursos próprios, ato este que acabou suscitando sanções regulatórias a seus diretores. Ambas as empresas pediram concordata em 2016 e 2015, respectivamente.

Por enquanto, o PEP vai contribuindo para a manutenção da alta rentabilidade e de indicadores de ticket médio saudáveis da Kroton. Como a mensalidade nominal é a mais alta cobrada pela empresa para alunos da mesma classe, mesmo após os devidos ajustes a valor presente, o ticket médio resultante ainda é elevado. É bem verdade que a companhia, por iniciativa própria, provisiona 50% do saldo futuro a pagar de seus alunos PEP. No entanto, a ausência de histórico do programa impede uma estimativa precisa. Considerando a falta de controles de seleção na entrada, a ausência de fiador, a provável alta evasão, o alto ticket nominal e o relevante comprometimento de renda dos alunos com as parcelas do PEP, acreditamos que o índice de calote final ficará acima disso.

De qualquer forma, para a rentabilidade do negócio, o PEP não é um substituto à altura do FIES. Considerando o provisionamento para inadimplência e o ajuste a valor presente que afetam a parcela financiada, num exercício simples, caso a base de alunos FIES fosse substituída por alunos PEP, o ticket reconhecido já resultaria em uma queda de receita e pressão de margem difícil de ser compensada por ganhos de eficiência adicionais. À medida que essa troca se verifique na prática, tal diferença de receita reconhecida será minimizada quanto maior for a parcela “*out of pocket*” do aluno. Nesse contexto, o fato de a captação estar se dando massivamente com 70% da mensalidade financiada no início do curso (PEP 30) ilustra a magnitude do desafio que a empresa terá à frente.

No futuro próximo, conseqüentemente, a combinação de uma menor base FIES e uma concentração de alunos PEP deveria, sob nosso ponto de vista, contribuir para um deslocamento da rentabilidade da Kroton em direção ao quadrante inferior à esquerda do gráfico exposto anteriormente, resultante tanto da pressão no numerador (lucro líquido) quanto a um aumento substancial do denominador (patrimônio líquido) após os pesados investimentos em capital de giro através de seu programa de financiamento próprio.

Miscelânea

Há quatro anos, a Squadra adquiriu o controle da varejista não listada em bolsa Imaginarium através de um fundo exclusivamente dedicado a este investimento. Dificilmente poderia ter havido período mais difícil para investir, de forma totalmente ilíquida, em um varejista que vende produtos discricionários, em sua imensa maioria importados, e atende seu consumidor final através de uma rede de dezenas de franqueados, os quais nem sempre possuem alto *staying power* para enfrentar intervalos de baixa rentabilidade. Dado o tamanho da companhia, suas despesas fixas são relevantes em seu DRE e causam maior impacto negativo quando ocorre uma queda da margem de contribuição. Aliado a esse cenário, nos confrontamos com o desafio de convencer colaboradores e franqueados de que a mudança de controle e cultura corporativa após 21 anos não mudaria a essência dos valores da marca Imaginarium.

¹⁹ ITT: Q4 2013 Earnings Call: <http://seekingalpha.com/article/1981991-itt-educational-services-management-discusses-q4-2013-results-earnings-call-transcript?part=single>. COCO: <http://seekingalpha.com/article/158257-corinthian-colleges-inc-f4q09-qtr-end-06-30-09-earnings-call-transcript?part=single>

Em 2016, a empresa completou 25 anos. Não poderia haver momento melhor para a comemoração da data. Foi um ano de recordes, na contramão do que pudemos observar na maior parte das companhias brasileiras cujos negócios dependem do mercado interno e do que poderíamos imaginar considerando-se as características que citamos acima. A Imaginarium terminou o ano com recorde de número de unidades, receita, EBITDA, lucro líquido e, merecidamente, participação nos lucros (PLR) dos colaboradores. Em um ano em que a receita líquida cresceu 25%, vale destacar que as despesas operacionais ficaram estáveis, representando 29% da receita líquida contra 36% em 2014. Essa diluição das despesas nos últimos dois anos ocorreu a despeito de um expressivo pagamento de PLR em 2016 contra um valor irrisório em 2014.

A performance da Imaginarium em 2016 resulta do somatório de uma marca forte com o trabalho de implementação de uma cultura de gestão baseada em meritocracia, transparência, cultura de dono, alinhamento de objetivos e valores e alocação racional de capital. O time Imaginarium tem nos deixado cada vez mais confiantes de que novos recordes virão, não apenas em 2017.

* * * * *

Gostaríamos de agradecer aos senhores cotistas pela confiança de sempre e lembrar que estamos à disposição para maiores esclarecimentos em relação aos assuntos desta carta e quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra

Glossário:
bottom up: fundamentalista
bull market: mercado com tendência de alta
business: negócio
CEO: chief executive officer, diretor presidente
default: calote
greenfield: projeto incipiente, ainda não executado
hurdle: barreira, obstáculo
low: valor mais baixo
mainstream: corrente principal
out of pocket: desembolsada
poison pill: pílula de veneno, mecanismo que dificulta aquisição hostil
short: posição vendida
short sellers: vendedores a descoberto
staying power: capacidade de sobrevivência
top down: macro
turning point: ponto de inflexão
underperformance: desempenho abaixo do referencial
valuation: valoração