



“We’ve really made the money out of high quality businesses. In some cases, we bought the whole business. And in some cases, we just bought a big block of stock. But when you analyze what happened, the big money’s been made in the high quality businesses. And most of the other people who’ve made a lot of money have done so in high quality businesses.”

Charlie Munger

Introdução

Neste primeiro trimestre de 2015 seguimos implementando as mudanças que discutimos no último relatório de gestão enviado, relacionado ao quarto trimestre de 2014.

Temos tido um razoável sucesso nesta mudança – *ainda está aquém de onde queremos chegar em termos de retorno, mas o prazo também é curto* - que, em poucas palavras, tem sido revisitarmos todas as escolhas feitas nos últimos anos, tendo em vista o cenário muito mais desafiador devido as medidas atrapalhadas do governo. Neste processo, revisitamos nossos casos e ajustamos nossa visão sobre algumas empresas do portfólio tendo em vista seus retornos sobre capital investido e os riscos assumidos para consegui-los.

Algumas posições que tínhamos a esperança de manter no fundo até o final do ano passado, mesmo com a queda de preços, mostraram-se inviáveis.

O momento agora é de termos no portfólio excelentes negócios que gerem retornos sobre o capital investido acima de seus pares de forma recorrente e com baixa alavancagem. Estes retornos precisam ser gerados ou por uma gestão muito competente ou por um modelo de negócios sólido e claro, ou ambos, que é o que preferimos. Com isto definido a decisão resume-se a que preço em bolsa entramos. Em suma, existem momentos para assumir mais riscos e momentos para assumir menos. Estamos no segundo.

O Fundo

Como diria o oráculo do Omaha, quando a água baixa é que aparece quem está sem roupa. E foi exatamente isto que aconteceu com a Romi, empresa de máquinas-ferramenta próxima a Piracicaba, no interior de São Paulo. Depois de 2 anos desafiadores para a empresa, com o governo ainda se esforçando para destruir o setor industrial no país, a Romi mostrou porque é uma *small cap* em sua gênese.

Em 2014, a gestão da Romi, juntamente com seu conselho de administração, tomou medidas corretas na gestão da companhia, reduzindo custos, vendendo os estoques, melhorando o processo de liberação de crédito e mantendo a companhia com um lucro operacional positivo mesmo tendo sua produção muito aquém de sua capacidade instalada. Um enorme desafio tendo em vista que a empresa possui muita alavancagem operacional. Foi de fato um excelente trabalho.

Mesmo assim os preços cederam pela aversão total a este segmento pelos investidores. Com a queda dos preços nossa intenção era aumentar a posição na empresa pois de fato, ela mesmo com os problemas citados, estava valendo muito menos do que deveria. Esta é a diferença de investidores de valor e de fluxo. Quando todos estão vendendo, nós compramos. Quando os investidores temerosos saem do universo de renda variável, nós entramos com mais força.

Entretanto, no início de 2015 o presidente do conselho nos informou que haveria uma mudança estrutural na forma como a empresa se comunicava com o mercado de capitais: iriam retirar cadeiras dos conselheiros independentes e substituí-las por membros da família. A única cadeira que sobrou foi



de um fundo de pensão, a Petros, grande acionista da empresa, mas irrelevante para o tamanho da fundação em nossa visão. Este foi um duro golpe em nossa intenção de longo prazo e o estopim para vendermos toda nossa posição. Juntamente com outros fundos, tínhamos um conselheiro na empresa, muito competente e que vinha ajudando sobremaneira a companhia a passar pelos desafios operacionais que se apresentavam. Tanto na parte de custos, mas principalmente na parte da fundição, uma área deficitária, com alocação errada de custos e que precisava urgentemente de melhorias e ajustes gerenciais.

Resolvemos nos desfazer da posição mesmo com a perda causada pelo ambiente dos anos de 2013 e 2014 – e que se mantém em 2015. Esta atitude também explicou muita coisa sobre o passado da empresa, mas que somente ligamos os pontos depois. Ainda gostamos da companhia, mas a forma de interagirmos com ela, tendo em vista estes acontecimentos, se resolvermos voltar a sermos acionistas no futuro, precisará ser diferente. Uma coisa é certa: a Romi hoje está muito aquém do seu potencial produtivo e valendo muito pouco em bolsa, mas não vemos uma melhora nos próximos dois anos, pelo menos.

Saímos também de empresas que estão fundamentalmente baratas por uma análise comparativa, porém não conseguimos projetar como estas empresas irão conseguir gerar valor incremental aos seus acionistas nas condições de mercado atuais, com sua equipe de gestão e com seu *framework* de vantagens competitivas.

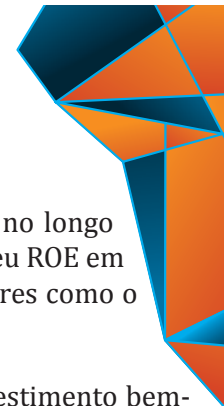
O primeiro mantra do investimento em valor é comprar ativos fundamentalmente baratos e com uma enorme margem de segurança, mas como precificar questões estratégicas tendo em vista as mudanças no mercado e no próprio ambiente empresarial? Uma empresa com um ROE de 24% ao ano valendo 2x valor patrimonial é melhor ou pior do que uma outra com um ROE de 3% valendo 0,30 do valor patrimonial?

Para quem conhece um pouco da história da dupla Charlie Munger/Warren Buffet, é bem claro que o maior benefício de Munger na parceria foi convencer Warren a comprar bons ativos, mais caros, porém com vantagens competitivas sólidas e menores riscos como de liquidez e de implementação, por exemplo. A compra da Coca-Cola e da Gillete são casos clássicos que exemplificam este dilema e que deram muito certo; a montadora chinesa de carros híbridos BYD por outro lado, uma decisão que contradisse Munger, pela falta de clareza de suas vantagens competitivas, por estar em um mercado ainda pouco regulado e com muitas barreiras tecnológicas, gerou a seguinte frase de Buffet: “o investimento na BYD serviu para eu aprender a não discordar de Charlie nos investimentos.”

Neste grupo de empresas está Plascar, com desafios enormes de gestão pela frente. Plascar é uma empresa que está com múltiplos muito deprimidos ainda se olharmos a evolução pela qual vem passando, mas o ambiente ruim, o alto endividamento persistente e questões relacionadas ao conflito de interesses na gestão não parecem fazer o risco valer a pena neste momento. Vendemos toda nossa posição no primeiro trimestre.

Banco Indusval também saímos totalmente, apesar de gostarmos da equipe de gestão como já comentado em relatórios anteriores. Basicamente um banco médio bem gerido como o Indusval está refém de uma captação que hoje está assimétrica com o resto do mercado – e, diga-se de passagem, da qual o banco se apropriou exemplarmente na captação de LCIs e LCA's - e os recursos que capta, não consegue emprestar a um nível de risco e volume adequados. O foco no agronegócio certamente é um diferencial competitivo, mas não atingiu até agora o tamanho ou penetração que pudesse criar um *franchise value* relevante neste segmento.

Além disso, o ambiente tem sido cruel com o Indusval e provocado um estrangulamento da atividade bancária cujos primeiros atingidos são justamente os bancos médios, levando a rentabilidade a ser muito atrelada (i) ao corte de custos, que em nossa visão chegou próximo ao limite aceitável para a operação do banco; (ii) negócios remunerados à base de comissão, que possui muita competição, não são recorrentes e com a economia em recessão são mais difíceis ainda de serem executados e (iii) operações de tesouraria - que não achamos adequado para o perfil do Indusval.



Nossa percepção é que nenhum destes 3 vetores é suficiente para que o banco crie valor no longo prazo de forma recorrente e perene aos seus acionistas. E isto fica evidente quando vemos seu ROE em comparação com o ROE de bancos como Itaú e Bradesco, e mesmo de bancos médios maiores como o ABC.

O fato é que temos Indusval há muito tempo no portfólio e definitivamente não foi um investimento bem-sucedido. Quando investimos acreditávamos que equipe de gestão ia conseguir fazer o banco crescer, focá-lo em um nicho específico e com isto, estabelecer uma vantagem competitiva clara e inquestionável. De fato, o banco expandiu-se para o setor do agronegócio, mas a carteira de crédito não cresceu como esperávamos e era necessário.

Então, sem um mercado pujante, as opções de crescimento encolheram ao nível de só valer a pena, em nossa visão, juntar-se a outros bancos ou captar novos recursos via emissão de ações para aquisições. Em ambos os casos o objetivo é o mesmo: crescer a carteira para diluir os custos fixos. Depois disto feito, aí sim pensar em ROE.

O ambiente para isto hoje é péssimo. E as condições de troca para ambas as operações não tendem a empolgar também pela falta de vantagem competitiva do negócio atualmente. Por outro lado, não parece fazer sentido um banco como o Indusval valer menos que seu valor patrimonial – hoje está 0,3 - e isto pode equilibrar os termos de troca, mas é algo mais a longo prazo ou, se podemos chamar assim, um evento cisne negro. Basicamente, não vale o risco pelo retorno que dá durante a espera, e pelas opções que existem na mesa hoje. Vendemos toda nossa posição de Indusval ao longo do primeiro trimestre também.

Novos Investimentos

Mr. Rotschild, lá pelo século XVIII, dizia que se devia comprar ações de empresas quando existe sangue nas ruas. Talvez este seja o caso e por isto investimos em 3 empresas. Ainda temos um caixa relevante de mais 30% e pretendemos mantê-lo por enquanto.

Valor não tem somente a ver com potencial derivado de ações que precisam ser tomadas, mas de robustez em modelos de negócio que permite que algumas empresas criem tanto quanto já criaram ou até mais valor em momentos de crise, devido a ações orquestradas e disciplinadas de corte de custos, encolhimento de áreas menos lucrativas, aumento de provisões e outras medidas onde é preciso ter mais do que um simples time de gestão para tomar: é preciso ter uma cultura muito arraigada e forte na companhia que permeie todos na empresa deixando claras a missão, a visão e os valores para o longo prazo.

Existem empresas que não vivem de reestruturação em reestruturação, passando de bons a maus momentos de acordo com os humores de mercado. Existem algumas empresas que fazem o trabalho de casa antes e constantemente. E hoje, existem ótimas oportunidades neste tipo de empresas.

Deste grupo, resolvemos investir em 3 companhias nos últimos meses: Itaúsa, Direcional Engenharia e ProFarma.

A primeira é Itaúsa. Acreditamos que um banco como o Itaú é uma excelente oportunidade: ROE de 20% ao ano, uma marca valiosíssima, penetração de mercado sem igual e gerido por um dos banqueiros mais respeitados do país. É um caso complexo de investimento que passamos muito tempo destrinchando, mas acreditamos que entendemos como a empresa funciona e como sua estratégia de mercado a faz ser uma máquina de retorno ao acionista. É uma daquelas clássicas empresas que Charlie Munger escolheria, uma “quality company” que pretendemos estar investidos por muitos anos e que estava a um preço muito interessante quando resolvemos montar posição. Nem o recente aumento de imposto para bancos nos fez mudar nossa percepção de que a empresa continuará a criar valor por muitos anos.

Preferimos Itaúsa a Itaú Banco pelo desconto que existe entre as duas, pelo maior dividendo pago pela



holding Itaúsa e pelo fato de que 95% do valor da *holding* estar no banco e os 5% restantes serem de empresas que também gostamos, como Duratex.

A segunda, Direcional Engenharia, é uma construtora mineira fundada na década de 70 e que sempre foi focada no segmento de baixa renda e no processo construtivo. É uma empresa familiar que vem demonstrando ser um exemplo de disciplina gerencial e de alocação correta de capital – bem como retorno ao acionista. São especialistas em construção popular, dentro dos limites definidos no programa Minha Casa Minha Vida do governo federal – uma das únicas coisas que resta bem-feita neste governo do PT -. Possuem um backlog de 24 meses de geração de caixa já contratada e uma disciplina financeira extrema, operando sempre com muito caixa, pois sabem que o negócio é capital intensivo e que ser credor de governo não é para qualquer um.

Estão valendo muito menos do que deveriam justamente pelo risco de serem especialistas em baixa renda, serem focados em construção, não em incorporação, e dependerem deste governo organizado e competente que temos no Brasil. E isto pode sim ser uma oportunidade afinal, vemos muito valor na companhia e vemos pequena possibilidade de com um *déficit* habitacional constante de 5 MM de casas populares o governo do PT ou qualquer outro governo resolver descontinuar o programa mais bem-sucedido dos últimos 13 anos.

Podem haver mudanças claro, mas a Direcional em nossa visão é a mais bem preparada deste setor para se aproveitar de um potencial MCMV 3 que está por vir. Montamos nossa posição e estamos esperando. Enquanto o programa não vem a empresa já nos pagou 6,5% de *dividend yield* e ao preço que está hoje cotado em bolsa, certamente vale a espera.

A terceira é uma empresa de distribuição de medicamentos muito reconhecida no mercado que está adentrando no segmento de varejo de farmácias. Além do ciclo demográfico que estamos entrando com o envelhecimento da população, existem sinergias muito importantes com relação ao gerenciamento do estoque e do próprio ciclo de caixa de empresas verticalizadas como a ProFarma.

Começamos a olhar a empresa quando ela estava cotada a R\$ 11,00 e seu maior acionista minoritário era o fundo GWI. Fechamos nosso caso de investimento e acompanhamos o desmonte de sua enorme posição no mercado ao longo de 2014. A ação chegou a bater valor próximo a R\$ 5,30 e montamos nossa posição devagar ao preço médio próximo do piso. Acreditamos que ProFarma irá experimentar um longo ciclo de crescimento de receitas e margens nos próximos anos, pois é o tipo de empresa que sendo bem gerida como é, sua expansão para o varejo somada ao ciclo demográfico irá gerar um enorme valor aos acionistas de longo prazo da empresa.

No próximo relatório, referente ao segundo trimestre, comentaremos sobre uma nova posição em formação e daremos uma explicação mais detalhada das novas posições.

Obrigado pela confiança.

TRÓPICO VALUE FIC FIA

Resumo Fundo

O fundo Trópico Value FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Trópico Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

Características

Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo.
 Aplicação Inicial: R\$ 30.000
 Aplicação Mínima: R\$ 10.000
 Aplicação máxima: R\$ 300.000
 Resgate: Cotização: D+59
 Financeiro: D+62
 Taxa de administração: 2,3% a.a.
 Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o IBrX-100, anualmente, com marca d'água permanente.

Detalhes Estrutura

Trópico Value FIC de FIA
 CNPJ: 05.382.556/0001-03
 Gestão: Trópico Investimentos
 Administração: BNY Mellon
 Custodia: BNY Mellon
 Auditoria: KPMG
 Código Anbid: 147.370
 Categoria: Ações Outros

Rentabilidade

	TRÓPICO VALUE FIC de FIA Rentabilidade	Ibovespa	IBrX-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$
Desde início (mar/2003)	472,95%	368,84%	572,40%	333,39%	-8,16%	523,85%
Nos últimos 60 meses	-47,05%	-27,31%	-4,05%	60,21%	80,12%	-70,60%
Nos últimos 48 meses	-52,59%	-25,42%	-5,32%	45,09%	96,97%	-75,93%
Nos últimos 36 meses	-47,97%	-20,71%	-3,82%	30,26%	76,06%	-70,45%
Nos últimos 24 meses	-49,33%	-9,23%	-1,57%	21,16%	59,30%	-68,19%
Nos últimos 12 meses	-34,35%	1,46%	1,69%	21,16%	41,76%	-53,69%
Ano de 2015	-8,42%	2,29%	-368,25%	2,38%	-354,17%	2,81%
Março de 2015	3,89%	-0,84%	-0,51%	1,04%	11,46%	-6,79%

Análise de Desempenho

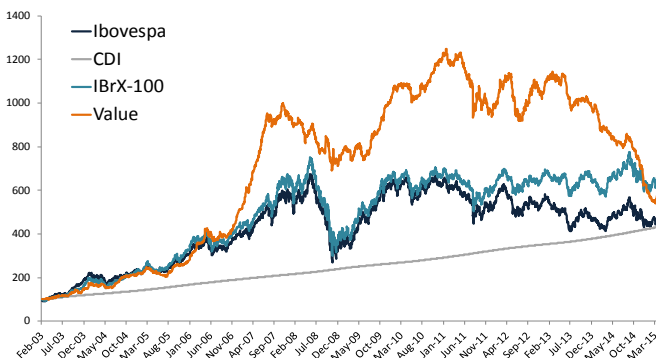
	Trópico Value	Ibovespa	IBrX-100
Melhor retorno mensal	16,89% abr/06	15,56% fev/05	18,34% jan/06
Pior retorno mensal	-12,03% mai/12	-24,80% out/08	-23,20% out/08
Meses positivos	87	82	91
Meses negativos	60	65	56
Índice de Sharpe em relação a CDI			0,86
Correlação Trópico Value X Ibovespa			0,37
Correlação Trópico Value X IBrX-100			0,36

Dados a partir de fevereiro/2003

Correlação determina o grau com que a movimentação de duas variáveis é relacionada. Seu coeficiente varia de -1 (totalmente inversa) a +1 (totalmente positiva)

Rent. %	mar/15	fev/15	jan/15	dez/14	nov/14	out/14	set/14	ago/14	jul/14	jun/14	mai/14	abr/14
Trópico Value	3,89	-2,88	-9,24	-12,50	-5,85	-4,14	-5,38	3,62	-1,66	-1,09	-0,87	-3,97
IBrX-100	-0,51	1,12	-5,88	-8,17	0,21	0,95	-11,25	9,78	4,46	3,62	-1,12	2,71

Rentabilidade Acumulada



Investimento por Setor Econômico

