



## Trópico Value FIC FIA

Relatório Semestral - 2º Semestre 2015

*“Momentum works for short term. You have to wait for the devastation season. In general, it’s a stupid exercise try to guess short term stock prices”.*

**Bruce Greenwald**

Columbia Business School Professor and value investor

### **Introdução**

Não fizemos o relatório do terceiro trimestre de 2015 propositalmente. Acreditamos que é mais eficiente uma comunicação esporádica quando algum evento importante acontece na carteira. E de forma regular, fazemos relatórios que mostrem a evolução do portfólio e das empresas em períodos mais longos que deixam mais claros resultados derivados de estratégias acertadas (do que simplesmente eventos contábeis ou não recorrentes que impactam trimestres). Como sempre, estamos à disposição para individualmente explicarmos todos os casos e dúvidas. A partir de 2016, os relatórios de gestão serão então semestrais.

Os resultados das empresas do portfólio, hoje mais concentrado em 3 empresas de excelente qualidade e caixa, foram muito bons e em linha com o que estávamos esperando. Nenhum evento fora do normal no semestre.

Desde o final de 2014, como temos escrito nas cartas trimestrais, o fundo mudou bastante em termos de premissas de investimento e qualidade de empresas que o compõe. Não somente pelo fato de o ambiente macro ter nos forçado a sermos mais conservadores, mas também porque ótimos ativos, que durante anos estavam, em nossa visão, a preços que embutiam muito crescimento, voltaram a ser precificados em cima de premissas muito mais conservadoras e direcionadas ao real valor das companhias. Vale lembrar que comprar crescimento, apesar de muito mais fácil pois planilha aceita qualquer número, necessita de um entendimento do ambiente que poucos investidores possuem. Desta forma, ótimos ativos a preços adequados e ainda, com menos restrição de liquidez, foram as variáveis que levamos em consideração.

A forma de ver as empresas, contudo, continua a mesma, procurando valor ao invés de crescimento; buscando gestão alinhada e competente com dados corroborando isto, ao invés de torcer para que os gestores mudem os padrões de comportamento e por fim, buscando um relacionamento intenso com as empresas ao invés de simplesmente lermos relatórios e dados públicos. Valor justo ou acima disto, não é o que estamos procurando.

A carteira hoje está concentrada, como dito acima, em 3 empresas e caixa, que juntos hoje representam 70% do portfólio conforme segue ordem decrescente de exposição: Itaúsa (ITSA4), Sonae Sierra (SSBR3), Profarma (PFRM3) e caixa. Os outros 25% estão em outras 5 posições, também em ordem decrescente de relevância: Direcional Engenharia (DIRR3), Shulz (SHUL4), Grazziotin (CGRA4), Kroton (KROT3) e Par Corretora (PARC3). Os outros 5% estão investidos no Tropicoinvest que teve uma performance em Reais estupenda em 2015.

Ao longo do ano explicamos profundamente os casos de investimento. Não achamos que é produtivo em cada relatório explicar de novo toda a tese que nos levou a investir nas empresas tendo em vista que nada mudou. Ao longo do segundo semestre, entretanto, várias informações e notícias fizeram os preços variarem bastante, mas nada que em nossa visão pudesse impactar o valor dos ativos no longo prazo. Vamos citar alguns:



### Itaú S.A. (ITSA4)

A volatilidade aumentou bastante no segundo semestre tendo em vista a preocupação do mercado sobre o impacto da crise na economia, principalmente nos níveis de inadimplência da carteira de crédito do banco. Uma carteira relevante de R\$ 350 bilhões que tem se mostrado resiliente em termos de retorno e perdas.

Nada concreto, mas muita incerteza. O fato é que o resultado do 3T foi muito bom e pelo tamanho do banco, sua exposição abrangente e sua consistente geração de ROE ao longo dos últimos anos nos faz não entender como esta empresa hoje vale 5x lucro e 1x valor patrimonial. Não achamos profícua a discussão se o banco dará 23% de ROE ou 18%. Parece algo lateral e menos importante tendo em vista a robustez do resultado e a qualidade da gestão.

### Profarma (PFRM3)

Teve um 3T fantástico com crescimento forte no varejo. Podemos dizer que o resultado de Profarma foi bem acima das nossas melhores expectativas. Ao longo do semestre ainda compraram os 50% restantes da Drogaria Tamoios em um formato de pagamento muito interessante para a companhia e seus acionistas. A alavancagem que se mostrou mais alta no segundo trimestre vai cair já nos resultados do 4T, bem como a consolidação dos excelentes números da Tamoios. Com a compra, o G&A também reduz proporcionalmente, melhorando os resultados do varejo. No 3T a única surpresa foi uma baixa contábil pela mudança na contabilização de tributos entre Estados, mas que no 4T já estará normalizado. Outra boa notícia ao longo do semestre foi o reajuste aprovado de 9,6% dos medicamentos para 2016. Acreditamos que os próximos trimestres virão muito bons e que a queda no preço das ações tem mais a ver com fundos que tiveram grandes resgates, como o Dimensional Funds - que resolveu sair totalmente do país -, Polo Norte e a BRZ, grandes acionistas da empresa, do que com problemas na operação e nos resultados.

### Sonae Sierra (SSBR3)

Nada atípico com o semestre desta empresa. A partir de novembro, um comprador grande através da corretora do BTG vem comprando todos os dias em patamares que variam de 16,20 a 16,50 tudo que aparece na venda. Não sabemos quem é este comprador mas pode ser o grupo alemão OTTO que é um dos grandes acionistas da empresa hoje. O volume comprado é relevante o que nos suscita o fato de que, se for este comprador, existe a possibilidade de vir em um futuro próximo talvez um fechamento de capital. Mas não sabemos. Os resultados do 3T foram bons tendo em vista o péssimo cenário para a varejo brasileiro e estamos ansiosos para ver como será o 4T, que não deve ter sido brilhante também. Apesar da falta de liquidez, se quisermos sair hoje da nossa posição toda existe comprador, mas a resiliência deste modelo de negócios, os excelentes ativos do portfólio, a robusta estrutura societária e agora, este comprador incansável, nos deixa inseguros quanto a fazer um movimento de desinvestimento. Vamos esperar. No dia 13/01/2016 a empresa vendeu a totalidade da sua participação no Shopping Boa Vista com ótimo *cap rate* de 7,9% do NOI, equivalente a R\$ 56 milhões. Os rumores que haviam no mercado desde o final do 3T15 foram finalmente confirmados. Nos pareceu uma ótima operação mas estamos levantando mais informações.

Com relação aos outros ativos da carteira, temos convicção que é só uma questão de tempo para a valorização de suas ações, pois é inacreditável a forma que estão precificados, tendo em vista seus resultados presentes e passados, e a qualidade e histórico de quem gere estas empresas. E o resultado disto é o *Dividend Yield* da carteira ao longo de 2015 que foi bem relevante, e que temos certeza irá se repetir em 2016. Não focamos em empresas pagadoras de dividendos, porém, a decisão acertada dos gestores quando o custo de capital torna o investimento na companhia inviável é justamente aumentar a distribuição dos dividendos e JCP para os acionistas, cortar custos e esperar a crise passar. Boas empresas crescem e geram bons retornos quando a economia está boa e são ótimas pagadoras de dividendos quando a economia patina. E se os preços das ações destas empresas caem muito, proporcionalmente o *Yield* dos dividendos sobe, e de quebra ainda podemos ser acionistas de excelentes negócios, robustos e que entregam crescimento e geração de caixa consistentemente ao longo dos anos.

## TRÓPICO VALUE FIA

### Resumo Fundo

O fundo Trópico Value 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 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 FIA Rentabilidade	Ibovespa	IBrX-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$
Desde início (mar/2003)	355,05%	297,33%	475,29%	377,35%	11,79%	307,06%
Nos últimos 60 meses	-62,93%	-37,45%	-18,46%	64,04%	134,35%	-84,18%
Nos últimos 48 meses	-54,19%	-23,62%	-7,98%	47,00%	108,17%	-77,99%
Nos últimos 36 meses	-57,49%	-28,88%	-17,51%	35,60%	91,08%	-77,75%
Nos últimos 24 meses	-54,18%	-15,84%	-14,84%	25,48%	66,69%	-72,51%
Nos últimos 12 meses	-27,26%	-13,31%	-12,41%	25,48%	47,01%	-50,52%
Ano de 2015	-27,26%	-13,31%	204,77%	-12,41%	219,70%	13,24%
Dezembro de 2015	-3,01%	-3,93%	-3,79%	1,16%	1,41%	-4,36%

### Análise de Desempenho

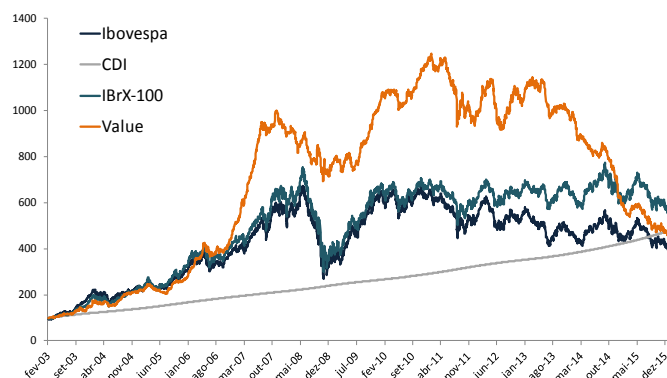
	Trópico Value	Ibovespa	IBrX-100
Melhor retorno mensal	16,89% abr/06	15,56% fev/05	18,34% jan/06
Pior retorno mensal	-12,03% mai/12	-24,80% out/08	-23,20% out/08
Meses positivos	89	88	94
Meses negativos	67	68	62
Índice de Sharpe em relação a CDI			-0,12
Correlação Trópico Value X Ibovespa			0,39
Correlação Trópico Value X IBrX-100			0,38

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. %	dez/15	nov/15	out/15	set/15	ago/15	jul/15	jun/15	mai/15	abr/15	mar/15	fev/15	jan/15
Trópico Value	-3,01	-2,19	0,37	-3,70	-7,96	-4,05	-2,19	-2,66	3,01	3,89	-2,88	-9,24
IBrX-100	-3,79	-1,66	1,36	-3,11	-8,25	-4,17	0,76	-5,47	9,12	-0,51	1,12	-5,88

### Rentabilidade Acumulada



### Investimento por Setor Econômico

