

Ao longo de nossas carreiras no mercado financeiro, não foram poucas as vezes que vivenciamos expressivas mudanças de opinião sobre a direção das principais variáveis macroeconômicas do Brasil. Mais que as mudanças em si, em certos casos nos impressiona como as convicções, defendidas com unhas e dentes por certos agentes, mudam subitamente em um espaço tão curto de tempo. Acompanhamos novamente tal fenômeno no primeiro semestre deste ano, desta vez por conta da mudança política ocorrida no país no período.

Como analistas e gestores, naturalmente é de suma importância ter mente aberta e disposição constante para visitar opiniões sempre que novos fatores são apresentados. Estudos, pessoas, dinâmicas e perspectivas evoluem e nada mais natural que isso por vezes implique em mudanças de visão sobre determinada variável ou ativo. Já aconteceu conosco em inúmeras oportunidades e com certeza o futuro nos reserva experiências similares. Dito isso, não concordamos quando uma nova perspectiva é tratada como uma certeza. Sim, os fatores mudam, e exatamente por mudarem é que consideramos bastante perigoso tratar uma expectativa macro como um fato. Isso é ainda mais válido em um país como o Brasil, que, além de passar por um momento instável em diversas esferas, principalmente a política, já traz em sua própria natureza econômica (grande exportador de *commodities*, para citar um exemplo) uma quantidade grande de variáveis que fogem do controle de qualquer um.

Ainda assim, e com o perdão do trocadilho, o “fato” é que essa nova visão dos agentes de mercado tem tido impacto direto no desempenho de diversas ações de empresas que cobrimos. Em geral, empresas que têm parte substancial de sua geração de caixa dolarizada e/ou teoricamente se beneficiam de juros mais elevados passaram a negociar com descontos expressivos para patamares que consideramos justos¹ e/ou históricos. Por outro lado, empresas mais alavancadas financeiramente passaram a negociar com retornos implícitos mais baixos, refletindo o impacto que os juros menores trazem para empresas com tais características. Sob a perspectiva da análise *top down*, sem entrar no mérito de premissas macro, achamos justo os ativos reagirem da forma descrita. No entanto, acreditamos que o mercado está gerando dois tipos de distorção/oportunidade: (i) exagerando na magnitude dos descontos de empresas que não mais se beneficiam do “novo” cenário macro do país, como se as mesmas passassem a ser maus negócios e (ii) superestimando o impacto das novas variáveis macroeconômicas no resultado efetivo das empresas.

Nesta carta abordaremos como a Porto Seguro S.A. (“Porto Seguro”) se enquadra em tal contexto. **Mostraremos como os dados históricos não corroboram a atual tese negativista criada pelo mercado de que um bom resultado da empresa é dependente da manutenção dos juros em patamares elevados, algo que não ocorreu historicamente.**

¹ $P/book \text{ justo} \sim (ROE - g)/(ke - g)$ (ROE: lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido médio sustentável, g = crescimento sustentável, ke = custo de capital, $p/book$ = múltiplo que representa valor de mercado dividido pelo patrimônio líquido da empresa).

Antes de entrarmos no *case* de Porto Seguro, achamos importante reiterar, ainda que já exposto em cartas anteriores, que o modelo de gestão da Athena Capital (“Athena”) não se baseia em prever, e muito menos apostar, a direção das variáveis macroeconômicas do país. Tanto em momentos econômicos negativos como nos positivos só investimos em empresas nas quais enxergamos assimetria boa o suficiente para suportar “desaforos” de variáveis macroeconômicas jogando contra o *case* do investimento. Tal pré-requisito, assim como o que chamamos de filtro qualitativo, permanece intacto em nossas análises e assim permanecerá. Em outras palavras, os fundos da Athena não fazem, ou estão fazendo, qualquer aposta em ativos que dependam demasiadamente de movimentos de juros, câmbio ou inflação para justificar seu retorno. As análises de nossos investimentos seguem focadas no teor microeconômico dos mesmos, sempre levando em consideração que encontremos retorno com baixa dependência das variáveis macroeconômicas.

No que tange à atual composição dos fundos geridos pela Athena, temos, nos últimos meses, efetuado mudanças de forma a tentar tirar proveito das oportunidades que mencionamos, mantendo satisfatório o retorno potencial da carteira, sem alterar as características que demandamos nas empresas em que alocamos capital. Além do investimento em Porto Seguro, destacamos o aumento do investimento em Minerva e a manutenção do setor elétrico como a maior alocação nos fundos. No fechamento de junho/2016, as carteiras apresentavam as seguintes características: crescimento operacional anualizado de 13%, *ROIC*² médio de 28%, *fcf yield*³ de 7,8%, *dividend yield*⁴ de 4% e dívida líquida/*Ebitda*⁵ de 1,1x, todos os números referentes a 2016. Víamos, sob nossas premissas, 10,6% de retorno real implícito da carteira do fundo.

Porto Seguro S.A.

O “axioma da ação”⁶ de Ludwig von Mises baseia-se na proposição de que os humanos agem de forma proposital para sair de uma situação de menor conforto para outra de maior conforto. Entretanto, visto que o próprio ambiente que nos cerca é imprevisível e repleto de riscos, até mesmo o ato de reconhecer qual seria a situação de maior conforto é algo de excepcional dificuldade. A engenhosidade humana, no entanto, como de costume, encontrou soluções úteis e simples para tal problema, uma delas sendo a proteção contra tais riscos por meio dos contratos de seguro.

Um dos primeiros exemplos de proteção contra incertezas estudada por acadêmicos remonta a séculos antes de Cristo, quando camelheiros da Babilônia desenvolveram mecanismos para se protegerem contra eventuais perdas, fossem elas em razão do clima, saques ou eventos fortuitos que pudessem ocorrer em suas viagens atravessando o deserto. Na prática eles eram

² **ROIC:** favor verificar definições apresentadas na nossa carta [“Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural”](#)

³ **Fcf Yield:** favor verificar definições apresentadas na nossa carta [“Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural”](#)

⁴ **Dividend Yield:** favor verificar definições apresentadas na nossa carta [“Eureka! Comgás to the rescue”](#)

⁵ **EBITDA:** favor verificar definições apresentadas na nossa carta [“Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural”](#)

⁶ **Axioma da Ação:** núcleo da praxeologia (estudo da ação humana) descrito no Livro Ação Humana, de L.V. Mises.

ao mesmo tempo seguradores e seguradora. Entretanto, apenas em 1347, em Gênova, foi firmado o primeiro contrato de seguro oficialmente reconhecido como tal⁷.

Nenhuma empresa é igual a outra, mas conhecer a história do setor e o racional da demanda nos ajuda a entender quão sustentável pode ser a demanda e seus ciclos de rentabilidade. No nosso caso, em um ambiente repleto de incertezas macro, a operação de seguro que buscamos nos nossos investimentos é ter o maior conhecimento micro possível a respeito da empresa. Pela dinâmica do setor, investir em empresas seguradoras que tenham diferenciais competitivos sempre foi questão de preço de entrada (*valuation*), o que recentemente não vem se mostrando mais como empecilho para investirmos na Porto Seguro.

História de Sucesso e Empreendedorismo

Com mais de 70 anos de história desde o início da operação na cidade de São Paulo, hoje a Porto Seguro conta com uma estrutura operacional e de distribuição diferenciadas. São cerca de 14 mil funcionários, 120 filiais, 210 centros automotivos e 5 mil agências bancárias do Itaú, além de aproximadamente 28 mil corretores independentes e 19 mil prestadores de serviço com contrato de exclusividade. O reconhecimento do seu alto nível de atendimento a clientes e qualidade dos serviços oferecidos permitiram à empresa ampliar sua gama de produtos e serviços, reduzindo a relevância dos seguros de automóveis ao longo do tempo, sem perder a sua posição de *player* dominante neste segmento.

O movimento mais relevante feito pela empresa foi em 2009, quando celebrou com o Itaú a unificação das operações de seguros residenciais e de automóveis, o que fez com que a empresa passasse a ter o direito exclusivo para a oferta e distribuição de produtos de seguros residenciais e de automóveis para os clientes da rede de agências e dos canais do Itaú. A fusão, além de trazer ganhos de escala ao segmento de seguro automotivo, transformou a empresa em líder no segmento de seguro residencial. Apesar da entrada do Itaú no grupo controlador, Jayme Garfinkel manteve o controle da empresa.

Figura 1: Atual estrutura societária da Porto Seguro



Fonte: Porto Seguro / elaborado por Athena Capital

⁷ **Contrato de Gênova:** primeiro contrato de seguro marítimo com a emissão da respectiva apólice de seguro (Livro: *The Origin and Early History of Insurance Including The Contract of Bottomry*).

Outro ponto interessante na história da Porto Seguro tem sido sua capacidade de entrar em novos segmentos sem perder qualidade. Mesmo com o crescimento de prêmios emitidos de seguros de automóveis acima de 10% ao ano, tanto na janela dos últimos 10 anos quanto na dos últimos 5 anos, a sua representatividade na receita se reduziu no período. Apesar do preconceito dos agentes do mercado com alguns movimentos, algo que abordaremos mais a frente, vemos tal dinâmica como correta para o futuro da empresa. A maior diversificação em outros seguros e serviços com maior rentabilidade deixa a empresa menos cíclica. Além disso, o empreendedorismo da empresa no segmento de serviços não só tem o benefício de criar sinergias comerciais com o seguro de automóveis, mas também tem auxiliado no seu diferencial competitivo para oferecer uma melhor prestação de serviço.

Tabela 1: Representatividade dos segmentos na receita da Porto Seguro

Receita	2005	2015
Seguro Automóvel Brasil	68%	59%
Seguro Saúde	17%	6%
Outros Seguros*	12%	23%
Negócios Financeiros	3%	8%
Serviços	0%	4%

* incluindo DPVAT
 Fonte: Athena Capital

Diferenciais competitivos:

Warren Buffet, então aluno da prestigiada Universidade de Columbia, EUA, visitou a seguradora americana GEICO em 1951 e, impressionado com o que viu, escreveu uma carta descrevendo o *case* intitulada "The Security I like Best"⁸. 25 anos depois, ao reinvestir na empresa, em outra carta⁹ ele relembrou seus diferenciais competitivos:

*"At that time I felt that GEICO possessed an extraordinary business advantage in a very large industry that was going to continue to grow. Since that time they never have lost that advantage—the ability to give the policyholder back in losses a greater percentage of the premium dollar than any other auto insurance company in the country, while still providing a profit to the company. I always have been attracted to the low cost operator in any business and, when you can find a combination of (i) an extremely large business, (ii) a more or less homogenous product, and (iii) a very large gap in operating costs between the low cost operator and all of the other companies in the industry, you have a really attractive investment situation. That situation prevailed twenty-five years ago when I first became interested in the company, and it still prevails."*¹⁰

- Warren Buffet

⁸ <http://www.grahamanddoddsville.net/wordpress/Files/Gurus/Warren%20Buffett/The%20Security%20I%20Like%20Best.pdf>

⁹ <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/08/25/buffetts-private-analysis-of-geico-in-1976-extraordinary-but-mismanaged/>

¹⁰ "Naquele momento eu senti que a GEICO possuía uma vantagem comercial extraordinária em uma grande indústria que certamente continuaria a crescer. Desde aquela época eles nunca perderam essa vantagem – a habilidade de devolver ao segurado que tenha sofrido alguma perda uma porcentagem maior do prêmio pago em dólares do que qualquer companhia seguradora de automóveis do país, sem deixar de gerar lucro para a companhia. Eu sempre fui atraído pelo operador baixo-custo de qualquer negócio e, quando você encontra uma combinação de (i) um negócio muito grande, (ii) um produto mais ou menos homogêneo e (iii) um grande hiato nos custos operacionais entre o operador baixo-custo e todas as demais companhias da indústria, você está diante de uma oportunidade realmente atraente de investimento. Essa oportunidade se apresentou há 25 anos, quando fiquei interessado pela companhia pela primeira vez, e ainda se apresenta".

Assim como na GEICO, encontramos na Porto Seguro os diferenciais competitivos sustentáveis que procuramos numa empresa do ramo, sendo os principais: escala (empresa é líder no segmento de seguros de automóveis com cerca de 30% de *market share* no Brasil, sendo 40% no Estado de São Paulo) e prestação de serviços diferenciados, que na prática levam aos seguintes benefícios:

- (i) Custo menor de peças: empresa compra parte das peças sem intermediários (distribuidores), o que, associado a um maior volume em relação aos seus concorrentes, proporciona um custo menor das peças para os automóveis que tiverem perda parcial;
- (ii) Outros serviços: empresa disponibiliza, dependendo do seguro, descontos em estacionamento, assistência residencial e oferece outros serviços como cartão de crédito e celulares com um diferencial de qualidade.
- (iii) Maior assertividade na precificação: algo que será detalhado abaixo e auxilia na baixa sinistralidade da empresa.

Uma seguradora, ao assumir o risco de pagar uma indenização (sinistro), utiliza modelos estatísticos que incorporam diversos parâmetros (probabilidade de perda, custo médio do sinistro, impostos e **taxa de remuneração do caixa**) para determinar o prêmio (preço) necessário para obter, na média, o retorno exigido pelo seu controlador. **Em termos bem claros, a queda do CDI impacta diretamente na precificação do seguro, mantendo o retorno final da empresa pouco suscetível a oscilações da taxa de juros.**

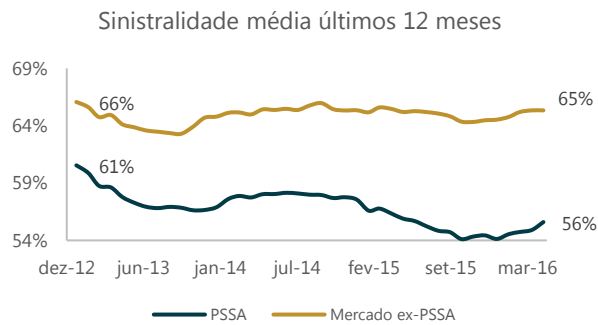
No mundo real, o padrão de perdas é instável e as seguradoras com baixo volume tendem a ter o risco de cauda acentuado. Por exemplo, uma seguradora com apenas 10 veículos segurados numa região em que, na média, 10% dos carros são roubados corre o risco de ter o dobro de perdas se tiver 1 carro a mais roubado que a média. Intuitivamente, com um número maior de carros segurados, a média da amostra tende a se aproximar mais da média da frequência da população. Essa lei da Estatística chama-se “Lei dos Grandes Números”¹¹, aproximando-se de uma probabilidade de classe¹².

Para corroborar os diferenciais competitivos da empresa, vale observar a diferença de sinistralidade histórica da Porto Seguro em relação aos seus concorrentes e reforçar que esta discrepância tem aumentado, o que gera, conseqüentemente, um *market share* maior do lucro bruto do setor.

¹¹ **Lei dos Grandes Números**: A lei dos grandes números foi primeiramente provada pelo matemático James Bernoulli na quarta parte de seu livro *Ars Conjectandi*, publicado em 1713.

¹² **Probabilidade de Classe**: definição dada por L.v. Mises no capítulo VI. A incerteza do Livro *Ação Humana* para caracterizar a probabilidade do comportamento de uma classe de eventos, diferenciado de eventos singulares.

Figura 2: Diferença da sinistralidade da Porto Seguro *versus* competidores e *Market Share* de prêmios ganhos e de lucro bruto das seguradoras



	Prêmios Ganhos				
	Porto Seg	BB + Mapfre	Bradesco	Sulamerica	HDI
2012	28,3%	16,3%	14,4%	10,8%	7,4%
2013	27,9%	16,6%	12,3%	10,3%	7,8%
2014	28,6%	15,8%	12,8%	10,1%	8,0%
2015	28,6%	15,6%	12,8%	10,2%	8,5%
2016 ytd	29,3%	14,7%	12,3%	10,7%	9,5%

	Lucro Bruto				
	Porto Seg	BB + Mapfre	Bradesco	Sulamerica	HDI
2012	31,6%	19,3%	11,0%	10,8%	6,0%
2013	32,2%	17,0%	10,7%	11,0%	6,9%
2014	32,8%	15,4%	10,2%	10,9%	7,1%
2015	34,0%	14,9%	11,1%	10,5%	7,2%
2016 ytd	35,1%	11,9%	12,2%	10,7%	7,9%

Fonte: SUSEP / Athena Capital

*"There is one rule for the industrialist and that is: make the best quality goods possible at the lowest cost possible, paying the highest wages possible."*¹³

- Henry Ford

Barreira de Entrada natural e regulatória

Diversas seguradoras estrangeiras e bancos de varejo atuam no segmento de automóveis há anos e historicamente não conseguem obter, consistentemente, uma rentabilidade satisfatória, o que, na nossa visão, é o melhor exemplo prático da existência de uma barreira de entrada natural. Sob o ponto de vista regulatório, a exigência de capital mínimo e índices de solvência definidos pela SUSEP¹⁴ também exercem o papel de barreira de entrada. O intuito do regulador com tais exigências é garantir que as seguradoras sejam capazes de honrar os seus compromissos mesmo em um cenário em que a empresa não venda novos prêmios, uma vez que o sinistro ocorre após o prêmio já ter sido pago pelo cliente.

Nos últimos quatro anos, a sinistralidade média das quatro maiores seguradoras de automóveis, desconsiderando a Porto Seguro, foi de 65%, o que, na nossa estimativa, resulta em uma rentabilidade (*ROE*) na faixa de 10-14%. A falta de escala regional pode inviabilizar a rentabilidade até mesmo de uma seguradora com escala global, como foi possível testemunhar quando a ACE, gigante do ramo, apenas um ano após a compra de outra

¹³ "Há uma regra para industriais que é: fazer a mercadoria de melhor qualidade possível, no menor custo possível, pagando o mais alto salário possível."

¹⁴ SUSEP: Superintendência de Seguros Privados. Órgão regulador das seguradoras (ANS regulador de saúde e BC, de instituições financeiras).

seguradora¹⁵, a CHUBB, optou por vender sua carteira de seguro de automóveis (comprada pela Porto Seguro).

"It is said that if you know your enemies and know yourself, you will not be imperiled in a hundred battles; if you do not know your enemies but do know yourself, you will win one and lose one; if you do not know your enemies nor yourself, you will be imperiled in every single battle."¹⁶

- Sun Tzu

Mito 1: Juros (CDI) menor "destrói" a rentabilidade da empresa

Com a mudança da perspectiva para a tendência de juros no país, temos visto agentes de mercado incorporarem em suas projeções um impacto negativo relevante nos resultados futuros da Porto Seguro, tese da qual divergimos e cuja aceitação pelo mercado tem sido uma das grandes responsáveis por criar a oportunidade para investimento. O resultado financeiro das empresas seguradoras de fato é relevante no resultado consolidado da empresa. Entretanto, não é a única variável do negócio, e nos últimos anos vimos que a correlação entre a rentabilidade e o CDI não foi tão significativa.

Existem diversas variáveis que influenciam a rentabilidade de uma empresa de seguros e, assim como em qualquer outro setor, uma pressão de custos pode ser mitigada por um repasse de preços ao consumidor. Especificamente nas seguradoras, a sinistralidade¹⁷ de automóveis, por exemplo, não é só função de variáveis como índice de roubo, preço de peças e frequência de batidas, mas também do preço praticado do prêmio que influencia o seu denominador. Quanto maior o poder de repasse de preço da empresa, menor deveria ser o receio de perda de rentabilidade. Além disso, o fato de empresas com menor rentabilidade serem mais afetadas auxilia na maior probabilidade de repasse de preço na indústria pelo *player* dominante.

Para ilustrar, vamos exemplificar com um caso hipotético de duas empresas seguradoras com níveis de rentabilidade distintos, para demonstrar a tese de que uma empresa com maior sinistralidade (e todo o resto similar) sofre mais quando os juros se reduzem, e também simular a necessidade de aumento de preço para manter a rentabilidade constante.

¹⁵ ACE – CHUBB: com a fusão, a empresa passou a ser a maior seguradora de capital aberto do mundo, com valor de mercado de aproximadamente 50 bilhões de dólares.

¹⁶ "Aquele que conhece o inimigo e conhece a si mesmo não ficará em perigo diante de centenas de batalhas. Aquele que não conhece o inimigo, mas conhece a si mesmo às vezes perde. Aquele que não conhece o inimigo nem a si mesmo invariavelmente perde todas as batalhas"

¹⁷ Taxa de Sinistralidade: custos com sinistros dividido pelos prêmios pagos.

O resultado¹⁸ deste caso pode ser visto de forma resumida na tabela abaixo. Vale destacar que o sucesso da implementação do aumento de preço necessário para não alterar a rentabilidade depende também da dinâmica de competição. Temporariamente podem existir competidores que aceitem uma rentabilidade abaixo de custo de capital, mas em setores com alta necessidade de capital não acreditamos que seja uma estratégia perpetuável.

Tabela 3: Simulação da redução de juros na rentabilidade e aumento de preço necessário para neutralizá-la

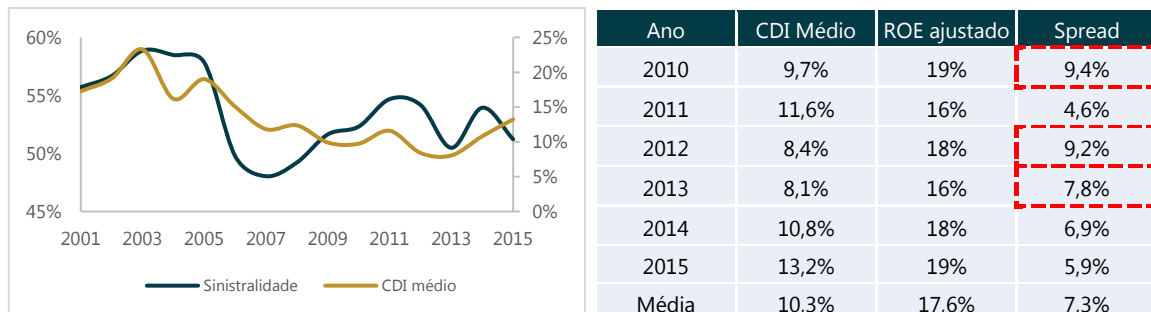
	Cenário 1	Cenário 2	Piora no Lucro
CDI	14%	10,0%	-
ROE empresa A	17,1%	14,5%	-15%
ROE empresa B	10,7%	7,8%	-27%
Aumento real de preço necessário para não alterar ROE	2,6%		

Fonte: Athena Capital

A teoria apresentada pode ser analisada na prática ao observamos que os últimos cinco anos, nos quais o CDI médio ficou abaixo de 10%, foram os anos nos quais a Porto Seguro obteve maior diferencial de rentabilidade em relação ao CDI.

Infelizmente, observar a dinâmica histórica de preço não é um trabalho factível por conta da mudança de *mix* das carteiras seguradoras. Portanto, a outra análise histórica que achamos válida é observar a existência da correlação entre o CDI e a sinistralidade no médio prazo.

Figura 3: Sinistralidade em automóveis da marca Porto Seguro e CDI médio / Diferencial entre ROE ajustado da Porto Seguro e CDI médio



Fonte: Porto Seguro, Bloomberg - elaborado por Athena Capital

¹⁸ As premissas utilizadas foram: prêmio pago = 100, comissão = 20%, despesas gerais = 20, caixa inicial = 45, IR efetivo: 30%, sinistralidade empresa A = 55, sinistralidade empresa B = 65

Esse estudo demonstra claramente que a menor sinistralidade (provavelmente resultante de aumento dos prêmios) **compensou a piora no resultado financeiro decorrente de juros mais baixos.**

Mito 2: Alocação de capital da empresa é questionável

Outro ponto de receio exagerado do mercado é a alocação de capital da Porto Seguro, algo com o qual também discordamos. Boa parte da crítica recai sobre a empresa ser dona de grande parte dos imóveis onde atua, o que não gera diferenciais competitivos. Somado a isso, o recente investimento na Porto Conecta¹⁹ (empresa de telecomunicações do grupo, que ainda gera prejuízo) fez o mercado questionar com mais ênfase a futura alocação de capital da empresa, o que acreditamos ser um outro mito.

(i) Por que não acreditamos em novos investimentos relevantes em imóveis?

Na década de 70, antes de abrir seu capital, a Porto Seguro comprou um terreno situado no bairro de Campos Elíseos, em São Paulo, e iniciou a construção da sede da empresa. Ao longo do tempo, na medida em que foi crescendo, a empresa optou por ser dona da maioria dos imóveis nos quais se situam sua sede e suas sucursais, o que não vemos como o ideal, mas conseguimos compreender. Entretanto, as maiores restrições regulatórias em relação à liquidez do capital mínimo regulatório estão forçando a companhia a repensar o assunto, o que, no mínimo, deveria inibir novos investimentos em imóveis próprios.

Nos últimos anos, a SUSEP²⁰ restringiu a utilização do valor de imóveis da seguradora em até 14% dos ativos e obrigou a ter pelo menos 20% do Capital Mínimo Regulatório²¹ em ativos líquidos, sendo este um dos motivos que levou a empresa a reduzir o *payout* de 50% (mínimo praticado de 2011 até 2014) para 35% em 2015. Dada a nova regulação e a baixa necessidade de investimentos relevantes na estrutura, não acreditamos que a empresa fará novos investimentos relevantes em imóveis. Podemos citar o exemplo recente da nova estrutura para alocar o pessoal de atendimento (cerca de 3.000 funcionários), que a Porto Seguro optou por locar. Além disso, a empresa tem como opcionalidade monetizar os imóveis que estão no balanço e melhorar sua rentabilidade, o que abordaremos mais a frente.

¹⁹ <http://querofalarlimitado.com.br/conecta/>

²⁰ Circulares 517/15 e 300/13.

²¹ **Capital Mínimo Regulatório:** valor também definido pelos órgãos reguladores.

(ii) Desinvestimentos e alocação de capital histórica bem-sucedida

Primeiramente, vale destacar que nos últimos anos a Porto Seguro realizou dois desinvestimentos por não acreditar no risco-retorno do produto. O mais relevante foi a venda da sua carteira de seguro saúde de planos individuais por conta da regulação de preços pela ANS, o que até hoje prejudica significativamente o resultado das empresas do setor que seguiram acreditando neste segmento. Outro menos comentado e menos relevante foi a venda da empresa de zeladoria, que poderia gerar um passivo trabalhista significativo para empresa. Com base nestes exemplos, e pelo histórico de seu controlador, acreditamos na reavaliação constante dos negócios em que a empresa emprega tempo e capital, uma dinâmica na qual temos conforto de que seguirá para frente.

Quando analisamos os investimentos mais relevantes, enxergamos *cases* de sucesso, com destaque para a aquisição da AXA Seguros Brasil (subsidiária da seguradora francesa AXA). Em 2004, já com o nome Azul, a representatividade era de apenas 3% dos prêmios totais e 6% de automóveis, e em 2015 passou a representar cerca de 17% dos prêmios totais e 26% dos prêmios de seguros de automóveis. Além disso, acreditamos que a cultura mais austera em despesas da Azul, que teve como principal gestor o Sr. Roberto Santos²², é de extrema importância. Outro exemplo foi a fusão com a seguradora de automóveis e residencial do Itaú, que aumentou a escala da empresa e a tornou líder no segmento residencial, sendo a métrica de relação de troca na proporção do patrimônio líquido das empresas (justo na nossa opinião). Ser uma empresa empreendedora é importante para criar ou simplesmente aumentar os diferenciais competitivos e adicionar valor ao acionista fora da caixa, o que a Porto Seguro tem feito com sucesso.

*"What makes profit emerge is the provision for future needs for which other have neglected to make adequate provision."*²³

- L.V. Mises

(iii) Novos Investimentos

Agentes de mercado também têm levantado questionamentos sobre o atual patamar de investimentos da empresa. Em 2015 os investimentos representaram cerca de 50% do lucro líquido, sendo boa parte destinada ao desenvolvimento de novas plataformas tecnológicas para os produtos de seguros e à implementação de novos módulos do ERP²⁴, o que acreditamos ser necessário e ocorre em diversas empresas. Além disso, a possível limitação de *capex* para no máximo 30% do lucro líquido, que está sendo discutida entre diretoria e conselho, é uma ótima opcionalidade para aumentar o "sarrafo" de rentabilidade para novos projetos serem aprovados. Como consequência natural, a empresa poderá aumentar o *payout* e o retorno, gerando mais valor ao acionista.

²² Apesar de citar apenas um nome, acreditamos no diferencial de capital humano da empresa como um todo.

²³ "O que dá origem ao lucro do empresário é o atendimento de futuras necessidades que os seus concorrentes não souberam identificar"

²⁴ ERP: Enterprise Resource Planning: sistema que integra todos os dados e processos de uma organização.

Temos conforto de que a empresa é capaz de alocar bem seu capital e de que vai refletir sobre investimentos em andamento, sendo a alocação de capital ruim mais um dos mitos que o mercado frequentemente cria quando empresas estão passando por um momento desfavorável.

*"Innovation always involves a risk. But going to the car supermarket to buy bread is also risky. Any economic activity is a high risk, and not innovate, ie, preserving the past is much more risky than build the future."*²⁵

- Peter Drucker

Situação no ciclo setorial

Questões conjunturais de piora de rentabilidade em bons setores tendem a trazer boas oportunidades de investimento, em nossa opinião. No setor de seguros não é diferente. Atualmente existe um questionamento sobre piora de sinistralidade, fruto da criminalidade (roubo de carros) e inflação de peças acima do esperado no momento da precificação. Acreditamos que generalizar a atual piora é errado por ignorar os efeitos micros de cada empresa, assim como é errado não considerar que o novo cenário de custos será utilizado nas precificações das novas vendas de seguros e, conseqüentemente, um erro dizer que a sinistralidade vai piorar *ad infinitum*. Boas empresas não ficam inertes em face a mudanças de cenário.

No que tange à sinistralidade, a Porto Seguro tem apresentado uma piora significativamente menor do que seus competidores, graças à melhor precificação, maior relevância de sua exposição a São Paulo (60% dos prêmios de seguro auto) e do aumento do percentual de peças que são compradas sem a utilização de distribuidores pela Renova Ecopeças²⁶ (empresa da Porto Seguro). Acreditamos que a melhora em São Paulo seja estrutural e amenizará o efeito de piora do ciclo na empresa graças à eficiência da fiscalização da Lei de Desmanches e também à redução da velocidade média nas ruas da cidade. Vale destacar que o atual ministro da justiça, Alexandre de Moraes, foi o secretário de Estado de Segurança Pública de São Paulo de 2014 até 2016, e uma fiscalização eficiente da Lei de Desmanches poderia ocorrer em todo Brasil.

²⁵ *"A inovação sempre significa um risco. Mas ir ao supermercado de carro para comprar pão também é arriscado. Qualquer atividade econômica é de alto risco e não inovar é muito mais arriscado do que construir o futuro"*

²⁶ <http://www.renovaecopecas.com.br/>

Tabela 4: Histórico de roubo e furto de veículos no Estado de São Paulo

Ano	1o trimestre	2o trimestre	3o trimestre	4o trimestre
2012 vs 2011	9%	13%	12%	4%
2013 vs 2012	4%	4%	15%	17%
2014 vs 2013	16%	9%	-4%	-7%
2015 vs 2014	-15%	-22%	-15%	-6%
2016 vs 2015	-6%			

Fonte: SSP/SP - elaborado por Athena Capital

Enquanto a sinistralidade no acumulado do ano na Porto Seguro está abaixo de 58%, os seus quatro maiores competidores apresentaram uma sinistralidade média 10 pontos percentuais superior à da Porto Seguro. Com tal sinistralidade, acreditamos que, na média, a rentabilidade dos concorrentes esteja abaixo do custo do capital. Cabe ressaltar que a sinistralidade no 2º trimestre de 2016 apresentou um aumento mais expressivo, que associado a um efeito base desafiador, fará com que a empresa apresente uma queda representativa de Lucro Líquido ano contra ano. O 2º trimestre mais fraco está contemplado em nossos números e não interfere no racional do investimento.

Pela dinâmica do setor e sua necessidade de capital (quanto menor a rentabilidade, maior a necessidade de capital), não acreditamos que o nível de rentabilidade e de sinistralidade das empresas do setor apresentados neste início de ano sejam perpetuáveis. Conversando com diversas empresas, fica nítida a necessidade de aumento de preço para normalizar a rentabilidade, o que facilitará a Porto Seguro recompor o *ROE* no período de queda de juros.²⁷

Valuation:

Gostaríamos de reforçar que métricas de *valuation* não superam quesitos como alocação de capital e diferencial competitivo das empresas. No caso da Porto Seguro, como em todos os investimentos que temos, além do conforto nos quesitos citados e debatidos na carta, metodologias como *Dividend Discount Model*²⁸ e Taxa de Retorno Anualizada para múltiplo de saída chamam a atenção e trazem uma grande margem de segurança ao investimento. Estas metodologias indicam um retorno de aproximadamente 2x a perspectiva de CDI médio considerando o nosso cenário base, que é conservador ao não levar em conta duas opcionalidades relevantes:

²⁷ Existe uma defasagem de 12 meses contábil que pode gerar uma queda temporária de rentabilidade, podendo ser compensada pelo fato de ter parte do caixa aplicado em títulos pré-fixados.

²⁸ Valor presente do fluxo de dividendos.

(i) **Imóveis**

Para não fazermos arbitrariedade de valor dos imóveis da empresa, utilizaremos o valor contabilizado no balanço e simularemos um pagamento de dividendo extraordinário no mesmo valor (similar caso ocorra um *spin off*²⁹ dos imóveis via FII - Fundo de Investimento

Imobiliário, por exemplo) e uma despesa de aluguel para exemplificar a melhora de rentabilidade que a empresa teria.

Tabela 5: ROE ajustado considerando *spin off* imóveis

	Cenário Base	Cap rate ³⁰ @10%	Cap rate @7%
ROE 2016E ajustado	17,6%	19,7%	20,0%

Fonte: Athena Capital

A nova empresa, após o *spin off* dos imóveis, que atualmente representam 11% do seu valor de mercado, teria seu potencial de retorno multiplicado por 1,3x graças tanto à redução do seu capital em excesso quanto ao benefício fiscal gerado na transação.

(ii) **Crescimento**

A resolução nº 336 da SUSEP publicada no Diário Oficial da União sobre Seguro Popular permitiu a utilização de peças usadas desde que seja informado pela seguradora. Adicionalmente, ainda está em andamento uma discussão sobre a inclusão da permissão de peças não originais (das montadoras) de fornecedores certificados. Um custo mais atrativo considerando apenas peças usadas é ilusão pela dificuldade de oferta das mesmas e, por isso, a inclusão desta permissão pode melhorar a viabilidade de preço de seguros para automóveis mais antigos.

O Seguro Popular (menor custos de peças) e/ou uma maior fiscalização da Lei de Desmanches em escala nacional (menor índice de roubos) poderiam elevar a demanda ao permitir um preço mais atrativo sem prejudicar a sinistralidade. **Supondo um crescimento adicional de 1% ao ano, o retorno seria próximo de 2,5x a perspectiva do CDI médio.** A relevância do maior crescimento, do custo de capital e da rentabilidade podem ser observados na tabela abaixo, que usamos como referência nas nossas análises de sensibilidade de múltiplos.

²⁹ *Spin Off*: criação de um novo ativo através da sua segregação de uma empresa.

³⁰ *Cap Rate*: remuneração do aluguel em relação ao valor do imóvel

Tabela 6: Múltiplos justos (*p/book*) em função de ROE, custo de capital e crescimento nominal

		Custo de capital (K_e) = 14%		
		Crescimento nominal		
		8%	9%	10%
ROE	16%	1,33	1,40	1,50
	18%	1,67	1,80	2,00
	20%	2,00	2,20	2,50

Múltiplo atual (1,33) e Múltiplos que consideramos justos (1,67, 1,80, 2,00)

Fonte: Athena Capital

Acreditamos que os diferenciais competitivos de Porto Seguro são sólidos e duráveis, capazes de continuar gerando retornos diferenciados em uma indústria com potencial de crescimento elevado. Enxergamos nos questionamentos do mercado uma oportunidade ímpar de investimento, uma vez que os resultados que os contradizem não devem demorar a aparecer.

Há muito tempo temos interesse em investir em Porto Seguro por todo o diferencial competitivo e pela dinâmica do negócio. A oportunidade surgiu com múltiplos, em patamares não tão distantes da crise de 2008, que implicitamente indicam baixo retorno ou baixo crescimento, algo que não acreditamos que ocorrerá.

Figura 4: Múltiplo Histórico (*p/book* ajustado 12 meses para frente)



Fonte: Athena Capital e Bloomberg

Esta carta é publicada com o único propósito de divulgar informações e não configura, em nenhuma hipótese, oferta de venda dos fundos geridos pela Athena Capital, tampouco recomendação de investimento em valores mobiliários de qualquer espécie. Todas as opiniões, estimativas e valores aqui contidos refletem tão somente opiniões da equipe da Athena Capital até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não representa garantia de performance futura. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantir de Crédito – FGC.

OBJETIVO

Prover retornos absolutos, no longo prazo, através de investimento em ações.

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

O fundo selecionará ativos por meio de análise fundamentalista, tendo como base assimetrias entre seu preço de mercado e seu valor intrínseco.

PÚBLICO ALVO

Exclusivamente investidores qualificados, conforme definição da instrução CVM 554/2014

MOVIMENTAÇÃO

Cota da aplicação: D+1
Cota de resgate: D+30 (corridos).
Cota de resgate antecipado: D+5 (corridos) com taxa de saída de 5%
Pagamento de resgate: D+3 (úteis) após cotização
Horário Limite: até às 14:00
Aplicação inicial: R\$20.000,00
Saldo mínimo: R\$20.000,00
Movimentação mínima: R\$1.000,00
Aplicações e resgates devem ser informados até às 14h do dia da movimentação através do email: movimento@athenacap.com.br
Banco: 208 (BTG Pactual)
Favorecido: Athena Total Return FIC FIA
CNPJ: 17.249.227/0001-78
Agência: 001
Conta Corrente: 00018672-4

INFORMAÇÕES DO PRODUTO

Taxa de administração: 2% a.a.
Taxa de performance: 20% sobre o que exceder IPCA + 6% a.a., cobrada semestralmente
Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Custodiante: Banco BTG Pactual S.A.
Auditor: Ernst&Young Auditores Independentes
Tributação: 15% sobre os ganhos, pagos no resgate
Classificação Anbima: Ações Livre
Código ISIN: BRXPT2CTF003
 ticker Bloomberg: TLLRTN BZ Equity
Código Anbima: 324191

DADOS DO GESTOR

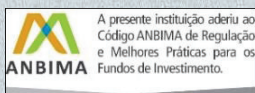
Athena Capital Gestão de Recursos Ltda
CNPJ: 19.195.480/0001-11
Endereço: Avenida das Américas, 3.500 (Le Monde), Bloco 4 (Toronto 3000), Sala 126
Site: www.athenacap.com.br
Informações de contato:
Telefone: (21) 3590-1235
E-mail: ri@athenacap.com.br

DADOS DO ADMINISTRADOR

BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Endereço: Praia de Botafogo, 501 - 6º Andar Botafogo - Rio de Janeiro - RJ - CEP 22250-040
Telefone: 0800 772 2827
Email: ouvidoria@btgpactual.com
Site: www.btgpactual.com

PATRIMÔNIO

Patrimônio do Fundo: R\$ 71,44 MM
 Patrimônio Médio 12 meses: R\$ 59,16 MM
 Patrimônio total sob Gestão: R\$ 131,20 MM



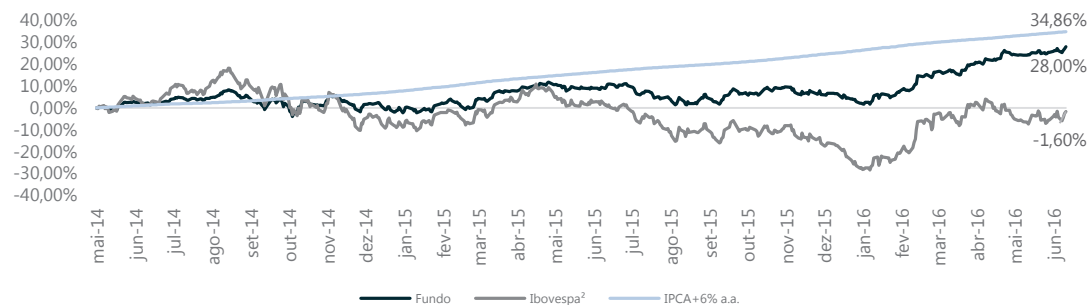
A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Rentabilidade Histórica¹ e Volatilidade

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	Fundo	ANO ² Ibovespa ²	IPCA + 6%
2014					-0,60%	2,83%	1,32%	3,81%	-6,22%	2,66%	2,05%	-3,05%	2,41%	-4,50%	6,87%
2015	-4,52%	5,63%	1,31%	4,59%	-1,61%	1,70%	-1,64%	-4,44%	0,62%	2,56%	-0,02%	0,37%	4,09%	-13,31%	17,20%
2016	-0,97%	3,17%	6,90%	4,82%	1,90%	2,94%							20,08%	18,86%	7,72%

1- Rentabilidade mensal calculada com base na cota de fechamento do último dia do mês, líquida de taxas e bruta de impostos
 2- Utilizamos o Ibovespa como mera referência econômica e não como parâmetro objetivo do fundo

Performance do Fundo



Período	Rentabilidade			Volatilidade	
	Fundo	Ibovespa ²	IPCA+6%	Fundo	Ibovespa ²
12 meses	16,88%	-2,93%	15,59%	11,91%	25,90%
24 meses	25,22%	-3,09%	33,22%	11,58%	24,92%
Desde o início ³	28,00%	-1,60%	34,86%	11,50%	25,04%

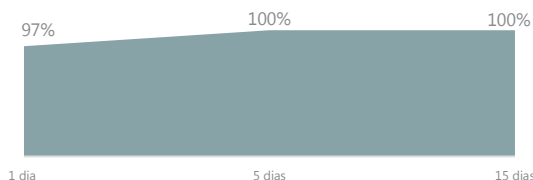
3- A contar de 20-Mai-2014, data na qual o fundo teve sua gestão transferida da XP Gestão de Recursos Ltda para a Athena Capital Gestão de Recursos Ltda. O fundo foi constituído em 08-Jan-2013 e os principais profissionais responsáveis pela gestão do Fundo mantêm-se inalterados desde sua concepção.

Volatilidade Anualizada - janela móvel 30d



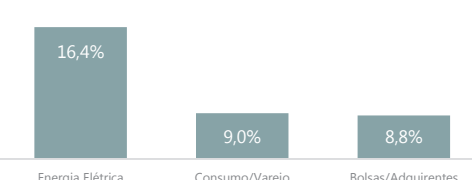
Risco da Carteira

Liquidez⁴

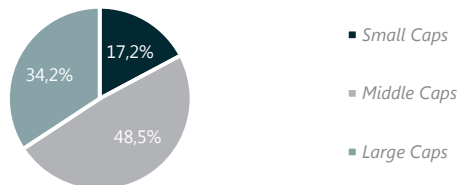


4- Percentagem do PL que pode ser zerado em cada período, considerando 30% da liquidez diária de cada ativo

Por Setor

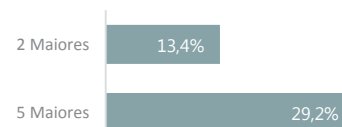


Por Valor de Mercado⁵



5- Large Cap > R\$15 Bilhões | Middle Cap R\$5 - R\$15 Bilhões | Small Cap < R\$5 Bilhões

Maiores Posições



Esse fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, e na consequente obrigação de aportar recursos adicionais. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Este material não constitui uma oferta e/ou solicitação de aquisição de quotas de fundos de investimento. Este material é confidencial e pretende atingir somente aos destinatários. Este material não pode ser reproduzido ou distribuído no todo ou em parte para nenhuma outra pessoa. A Athena Capital Gestão de Recursos pode efetuar alterações no conteúdo deste documento a qualquer momento. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. As informações contidas neste documento não necessariamente foram auditadas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e de taxa de saída. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos.