Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural

Pedimos licença a Howard Marks, renomado investidor e escritor americano, para nos valermos de um importante *insight* extraído do seu livro "The Most Important Thing"[1] como base para a reflexão que pretendemos dividir com você, leitor, nesta nossa segunda carta:

In investing, as in life, there are very few sure things. Values can evaporate, estimates can be wrong, circumstances can change and "sure things" can fail. However, there are two concepts we can hold to with confidence: ***• Rule number one: most things will prove to be cyclical. • Rule number two: some of the greatest opportunities for gain and loss come when other people forget rule number one.***[2]

Apesar de avessos a generalizações, acreditamos que refletir sobre a importância de se dissociar o cíclico/conjuntural dos aspectos estruturais que eventualmente tornam uma companhia interessante ou não é um tema bastante pertinente para o momento atual do mercado brasileiro.

Não é novidade que o Brasil vive um cenário macroeconômico bastante adverso, assim como que o mesmo está afetando o resultado de um número significativo de empresas, ainda que em magnitudes bem variadas. Naturalmente, os números das empresas mais alavancadas operacionalmente sofrem impacto mais abrupto nessas condições, levando, em muitos casos, o mercado a mudar radicalmente sua visão sobre um determinado setor ou empresa. Acreditamos que esse movimento está criando um leque de oportunidades para investimentos em empresas que passam por momento difícil de resultados, mas nas quais o lado estrutural do *case* segue validado. Mesmo ressalvando que a previsibilidade acerca dos resultados de curto prazo continua baixa, temos dedicado boa parte de nosso tempo ao estudo de empresas que se encaixam nesse perfil.

Evidentemente, eventuais exageros, na direção oposta, também se apresentam em momentos de bonança, sendo isso observado diversas vezes ao longo dos últimos dez a quinze anos, quando vivenciamos vários miniciclos econômicos. Curiosamente, relatórios passados de profissionais do setor sugeriam, durante esses anos, que o investimento estrutural "óbvio" era em: *commodities* metálicas, por conta do *boom* de crescimento da China; bens de capital, afinal o Brasil tinha o PAC (*Programa de Aceleração do Crescimento*) e obrigatoriamente teria que mudar sua infraestrutura de patamar; *Real Estate*, já que, com a onda de oferta de ações, as empresas estavam capitalizadas e prontas para crescer por muitos anos em um mercado com alto déficit habitacional e de retorno elevado, entre vários outros "modismos" que presenciamos ao longo dos anos.[3]

---

[1] Marks, Howard (2011), The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor. Columbia University Press, New York

[2] Tradução livre: "Nos investimentos, como na vida, há algumas poucas certezas. Valores podem evaporar, estimativas podem estar erradas, circunstâncias podem mudar e "certezas" podem se mostrar falhas. No entanto, há dois conceitos aos quais podemos nos apegar com segurança: * Regra número 1: a maior parte das coisas se mostrará cíclica. Regra número 2: algumas das maiores oportunidades de ganhos e perdas ocorrem quando outras pessoas esquecem a regra número 1".

[3] Entre 2006 e 2007, as empresas de Commodities Metálicas valorizaram 130%, 53% a mais que o Ibovespa; as de Real Estate valorizaram 343% entre 2005 e 2007, 238% acima do Ibovespa e as de Bens de Capital se valorizaram 169% entre 2009 e 2010, rentabilidade 86% superior ao Ibovespa no mesmo período (índices setoriais criados pela Athena Capital).

O que se viu nesse período foi que muitas "verdades" se provaram bem mais pontuais do que recorrentes, na medida em que os fracos resultados das empresas nos anos posteriores foram ilegitimando os argumentos que supostamente as levaram a bons desempenhos até então. Atribuímos isso ao fato de o mercado brasileiro tradicionalmente se apegar em excesso aos números de curto prazo e à conjuntura corrente, e pouco à análise e compreensão das razões mais intrínsecas que levam as empresas e setores a apresentar tais resultados, sejam eles bons ou ruins.

Distinguir o estrutural do conjuntural é algo que julgamos essencial em nosso trabalho, e acreditamos que o momento atual de vários setores da economia aumenta ainda mais a importância dessa prática salutar. A dinâmica de resultado no curto prazo é também um vetor importante e ao qual damos o devido valor, mas o pilar da decisão de alocação tem que estar respaldado no estrutural da empresa e em seu valor intrínseco. Momentum é transitório, enquanto o estrutural e o valor de uma companhia tendem a ser perenes.

O setor bancário como exemplo não muito distante

No início dos anos 2000, Itaú e Bradesco reportavam rentabilidade sobre patrimônio líquido acima de 25%, além de terem boas perspectivas de crescimento devido à baixa penetração do crédito no PIB e ao limitado nível de bancarização[4] no país. Entretanto, com o estouro da crise global em 2008, houve uma mudança forte e acelerada na postura dos bancos públicos nos anos que se seguiram, acirrando o cenário competitivo do setor. Com o objetivo de estimular a população a manter o consumo, os bancos públicos reduziram os *spreads* bancários[5] e passaram a ter metas agressivas de crescimento da carteira de crédito, colocando em questão quão sustentável seria a rentabilidade dos bancos privados nesse novo cenário. No mercado, como normalmente acontece, as ações do setor sofriam com tais dúvidas, com Itaú chegando a negociar próximo a 1.5x seu patrimônio projetado, bem abaixo da média de 2x e picos de mais de 3x. Como veríamos mais a frente, a estratégia a ser adotada pelas instituições privadas seria essencial para garantir que o momento de resultados piores fosse pontual. Roberto Setúbal, presidente do Itaú Unibanco, certa vez em um de seus discursos sugeriu que mais importante do que focar no problema a sua frente é focar na forma como se reage a ele[6], abordagem pragmática que muito nos agrada.

Diversas vantagens competitivas são inerentes aos grandes bancos privados brasileiros, entre as quais escala, distribuição e um passivo (*funding*) diferenciado podem ser ressaltadas, esse último devido aos recursos de poupança e conta corrente. No entanto, a competição se acirrava por conta da postura de Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, que detinham alguns dos mesmos diferenciais, o que dificultaria a decisão sobre como atuar. A reação escolhida pelos bancos privados, de não competir em preço e, sim, focar na capacidade de controlar suas despesas e de diligenciar a qualidade/risco da concessão de crédito acabou sendo chave para a normalização dos seus índices de retorno.

---

[4] Nível de acesso a serviços financeiros ou grau de uso de serviços financeiros (*Fonte: Febraban*)

[5] Diferença entre a remuneração que o banco paga ao aplicador para captar um recurso e o quanto esse banco cobra para emprestar o mesmo dinheiro

[6] Transcrição adaptada da frase original: "A questão não é ter o problema, mas a forma como reagir a ele", dita por Roberto Setúbal em evento de lançamento do ranking de reputação de empresas da Merco. (*Fonte: revista Exame*)

A tabela abaixo demonstra como tais mudanças afetaram o resultado de bancos públicos e privados nesse período. Importante ressaltar que a diligência, ou não, na concessão de crédito se reflete nos resultados dos bancos ao longo dos anos, devido ao *duration*[7] das carteiras. Portanto, mais que a análise ano a ano, o relevante a se observar é a diferença de tendência de retorno entre instituições públicas e privadas nos últimos períodos.

Tabela 1: Retorno sobre Patrimônio Líquido de alguns dos principais bancos brasileiros, de 2006 ao 1º Trimestre de 2015

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1T15
Itaú*	27%	33%**	23%	21%	24%	22%	18%	21%	24%	24%
Bradesco	29%	26%	23%	19%	22%	21%	18%	17%	20%	22%
BB	20%	26%	25%	20%	25%	22%	19%	15%	15%	15%
CEF	28%	24%	33%	23%	26%	30%	27%	22%	15%	10%

Fonte: Athena Capital
*Itau-Unibanco pró-forma
** Retorno atípico devido ao descompasso entre o forte crescimento da carteira de crédito e o provisionamento associado a esta originação.

Até hoje, Itaú e Bradesco seguem se beneficiando de tal postura, apesar da acentuada piora macroeconômica, principalmente com a forte queda de rentabilidade de seus competidores, tornando o cenário competitivo ainda mais benéfico.

Mills: Piora expressiva de resultados = mudança estrutural de valor?

Como mencionado anteriormente, há empresas que, pela dinâmica de seu segmento de atuação, costumam apresentar oscilações mais fortes em seus resultados. Essa característica fica ainda mais nítida em momentos macroeconômicos extremos, sejam eles favoráveis ou difíceis. Não atribuímos a tal característica ares de defeito, mas sim a vemos como um vetor relevante para se alcançar uma maior compreensão da empresa e de seus ciclos de resultado.

Como os agentes de mercado tendem a perpetuar resultados correntes em suas projeções futuras, há uma elevada chance de boas oportunidades de investimentos estarem se apresentando quando identificamos boas empresas passando por momentos que consideremos mais conjunturais do que estruturais.

Nessas horas tentamos revisitar todos os pilares que tornam uma determinada empresa diferenciada em nossa análise, tentando entender a recorrência dos números, para, por fim, identificar o que determinará se o ativo é elegível ao investimento: o que está ocorrendo na empresa é conjuntural ou estrutural? Acreditamos que a Mills passa por um momento que exemplifica bem tal processo, razão pela qual a abordaremos nesta carta.

[7] Duration: Prazo médio do cronograma de pagamento dos empréstimos

A Mills atua no mercado de aluguel de equipamentos e soluções de engenharia para obras de infraestrutura, como rodovias e aeroportos, além de montagem de estruturas industriais, como estaleiros e usinas hidrelétricas e construção civil residencial e comercial. A empresa opera por meio de três unidades de negócios: Infraestrutura, *Rental* e Edificações, segmentos responsáveis, respectivamente, por 25%, 60% e 15% do seu resultado operacional em 2014.

Após um período de crescimento anualizado de *EBITDA*[8] de 25% nas unidades que atualmente opera, entre os anos de 2010 e 2013, a Mills teve um péssimo ano de 2014, com queda de 17% no *EBITDA* e *ROIC*[9] reportado de apenas 7%, comparado a uma média de 17% no período de 2010 a 2013. Os principais fatores que explicam a piora da rentabilidade corrente da Mills são:

- o excesso de capacidade de equipamentos da *Rental*. Tal fato foi causado por um crescimento expressivo da oferta no ano de 2013 associada a uma redução da demanda de equipamentos em 2014, principalmente após a conclusão de obras relacionadas à Copa do Mundo e

- as investigações da operação Lava Jato nas principais construtoras que, associadas ao Ajuste Fiscal[10], contribui para a redução no ritmo de execução de obras de infraestrutura no país, o que se traduz em menor receita e maior provisionamento de recebíveis para a Mills.

Apesar de projetarmos resultados significativamente piores para 2015, investimos na Mills ao longo do 1º semestre do ano, e abaixo explicamos os principais motivos do nosso otimismo com a empresa, apesar do momento negativo de resultados:

1º.Não acreditamos que a atual conjuntura do setor de infraestrutura possa ser extrapolada como recorrente e esperamos uma maior penetração de aluguel de equipamentos no setor de construção.

Em 2015 o Brasil deve investir apenas 1,80% do PIB em infraestrutura básica de transporte, eletricidade, telecomunicações, água e saneamento. Esse patamar de investimentos é inferior à média de 2,2% do PIB dos últimos 15 anos e, quando comparado à média mundial de 3,8%, a diferença é ainda mais expressiva.

[8] EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) traduz o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

[9] ROIC (Return on Invested Capital) traduz o retorno sobre o capital investido

[10] Conjunto de medidas que visam a equilibrar a política fiscal brasileira, política esta que consiste na organização orçamentária do governo federal, momento em que são definidas as fontes de arrecadação e os gastos públicos para um determinado período. As determinações da política fiscal do país influenciam diretamente nas suas atividades econômicas, crescimento e taxa de desemprego. (*Fonte: Banco Central*)

Tabela 2: Percentual do investimento em Infraestrutura em relação ao PIB

Período	2001 a 2010	2011	2012	2013	2014	2015
Transporte	0,63%	0,80%	0,84%	1,01%	0,96%	0,71%
Eletricidade	0,62%	0,72%	0,70%	0,72%	0,68%	0,58%
Telecomunicações	0,69%	0,49%	0,51%	0,43%	0,53%	0,34%
Água e Saneamento	0,18%	0,17%	0,20%	0,21%	0,20%	0,17%
Total (% PIB)	**2,12%**	**2,18%**	**2,25%**	**2,37%**	**2,37%**	**1,80%**

Fonte: Inter.B Consultoria

Acreditamos que o atual patamar de investimentos não é compatível com a real necessidade da infraestrutura brasileira e, por mais que sejamos céticos quanto a uma expansão acentuada do ritmo de investimentos para os próximos anos, não acreditamos que a situação normalizada seja pior do que a realidade dos últimos anos.

Importante salientar que, como o histórico nos mostra mesmo em períodos mais extremos da economia, os investimentos em infraestrutura no país não oscilam de forma tão forte como em outros segmentos, como empresas listadas de construção residencial, por exemplo, onde ocorrem oscilações significativas de lançamentos no patamar de 50% ano contra ano. Creditamos tal fato a uma maior demanda cativa no segmento de infraestrutura, gerando um maior conforto a respeito de até onde as empresas poderiam chegar.

Além do crescimento do mercado, ainda mais importante para a Mills é a penetração de aluguel de equipamentos no setor de construção. De maneira geral, o Brasil apresenta uma baixa penetração de aluguel, de apenas 15%[11] comparado a uma média de 50-80% nos países desenvolvidos. A lógica por trás da tendência de locação é óbvia: ao alugar equipamentos, as construtoras preservam capital, reduzem custos com o gerenciamento e manutenção da frota e maximizam a utilização do equipamento, tendo o equipamento certo e disponível apenas para o período necessário. Nos Estados Unidos, por exemplo, houve um avanço expressivo na penetração, saindo de 20% em 1998 para próximo de 55% em 2014, sendo que, em 9 dos 10 anos do período de 2005 a 2014, o setor de locação performou melhor do que a construção, algo que acreditamos que também seja a tendência para o setor no Brasil.

2º. A Mills está bem posicionada nos segmentos em que atua.

Na unidade de Infraestrutura, a Mills mais do que aluga equipamentos - ela provê soluções específicas de engenharia para obras de infraestrutura, sendo responsável por todas as etapas de alguns projetos, do desenho à execução. Em conversas primárias com clientes, competidores e antigos executivos da empresa, fica evidente que o grande diferencial nesse segmento é ter um corpo técnico experiente e capacitado para executar projetos específicos e complexos. Nesse segmento, estimamos que a Mills tenha aproximadamente 50% do mercado, enquanto o 2º maior *player,* apenas 15%, criando um grande diferencial de rentabilidade.

[11] *Fonte: Mills, Dan Kaplan Associates*

No período de 2010 a 2013, a Mills operou com uma margem *EBITDA* média de 47% e o 2º player com 25%, enquanto em termos de *ROIC* a Mills operou com uma média de 16% e seu principal competidor, com 9% (estimativas Athena Capital).

Em *Rental*, a Mills é líder do mercado de plataformas no Brasil, com aproximadamente 22% de participação, enquanto o 2º competidor tem apenas 10%. Por mais que a *Rental* seja um negócio menos diferenciado do que Infraestrutura, achamos que a maior capilaridade, menor custo da dívida e maior escala, que garante melhores preços de aquisição, justificam um retorno superior ao custo de capital para a empresa líder.

Conversando com diversos competidores da Mills, conseguimos mapear um diferencial no preço de aquisição de pelo menos 5% para o *player* médio da indústria e de 10% para o pequeno. Há também um diferencial no custo da dívida de pelo menos 1% ao ano para o *player* médio e de 2% ao ano, para o pequeno. Apesar dos médios/pequenos terem uma vantagem fiscal, por estarem no regime de lucro presumido e lucro simples, respectivamente, o diferencial no retorno da Mills para o restante da indústria é expressivo. Enquanto o retorno marginal da Mills é de 18% em uma condição de utilização de capacidade e preços que julgamos normalizada, o competidor médio fica próximo do custo de capital dos acionistas, enquanto o competidor pequeno, bem abaixo desse patamar (estimativas Athena Capital).

3º. O ciclo da indústria de aluguel de equipamentos nos dá fortes indícios de que a empresa não terá problemas de alavancagem e fluxo de caixa nos momentos de baixa atividade.

O ciclo de fluxo de caixa do aluguel de um equipamento é caracterizado por um elevado desembolso no momento do investimento, seguido por uma forte geração operacional de caixa até o momento de desmobilização (venda) do equipamento. Em momentos de baixa atividade e utilização de capacidade, a empresa naturalmente não precisa repor 100% da desmobilização natural dos negócios, dado o excesso de capacidade.

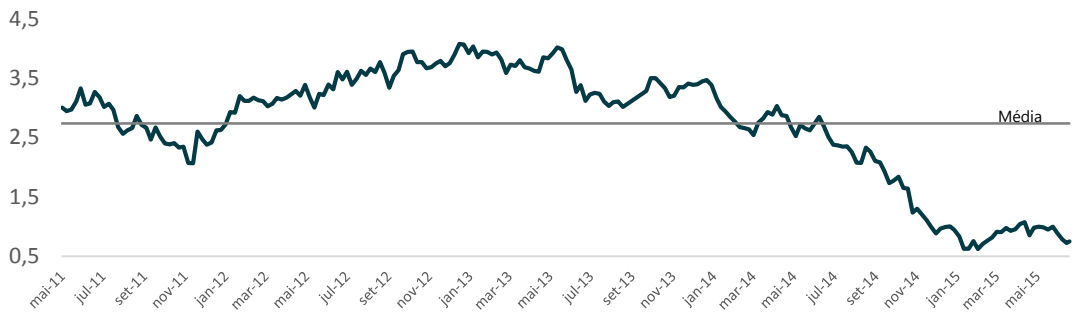
Estamos convictos de que a Mills terá uma forte geração de caixa em 2015 e, mesmo em cenários de *stress*, não vemos a empresa necessitando de capital, o que aumenta nosso conforto apesar do momento negativo de resultados. Colocando em números, vemos a Mills gerando acima de 14% ao ano de *fcf yield*[12] em 2015 e 2016, valor bem elevado mesmo para empresas menos intensivas em capital. Em nossa opinião, não é dada pelo mercado a devida importância essa variável, que julgamos de suma importância por diminuir bastante o risco do investimento.

[12] *Fcf Yield* : fluxo de caixa dividido pelo valor de mercado da companhia

4º. Valuation

A Mills negocia hoje abaixo de seu valor patrimonial, também bem abaixo da média histórica, de aproximadamente 2.5x valor patrimonial:

Gráfico 1: Price/Book[13] Mills



Fonte: Athena Capital

Avaliamos que o valor de reposição dos ativos da Mills é superior ao patrimônio líquido, por dois motivos: primeiramente, o investimento médio da unidade *Rental*, que concentra 50% do capital empregado, foi feito a um câmbio médio de aproximadamente 2 US$/R$ e 100% dos equipamentos são importados, fazendo o custo de reposição desses ativos bastante superior ao que hoje está nos livros da Mills. Depois, a depreciação contábil das unidades de Infraestrutura e Edificações se baseia em uma vida útil média de 10 anos, inferior ao que achamos a vida útil média real dos ativos, entre 15 e 20 anos. Em outras palavras, o patrimônio real da empresa pode ser consideravelmente acima do reportado, fazendo o *price/book* ajustado por uma depreciação real ser ainda mais baixo.

Hoje vemos a Mills negociando 35% abaixo do seu valor de reposição, o que acreditamos ser um patamar bastante atrativo apesar do momento negativo de resultados. Temos convicção no estrutural da empresa e, por mais que seja difícil prever o timing de retomada dos mercados, estamos confortáveis de que, enquanto o momento estiver ruim, a companhia vai continuar gerando caixa e desalavancando. Projetamos um retorno real de aproximadamente 15% ao ano para o investimento em Mills no cenário em que a empresa só retorna em 2019 aos níveis de *Ebitda* reportados em 2013.

Vale destacar que, além dos pontos acima mencionados, vemos um esforço da Mills em melhoria dos processos e racionalização das estruturas internas. Como é natural de qualquer companhia que cresce de maneira muito acelerada, achamos que a empresa ainda está longe da excelência em termos de processos e estrutura de custos, mas estamos otimistas, sobretudo após a mudança do CEO, de que os passos estão sendo dados no caminho correto.

[13] Price/Book: valor de mercado da empresa dividido pelo Patrimônio Líquido

Em suma, nossas análises e pesquisas de campo nos mostram que o cenário corrente não é perpetuável. Em nossa visão, isso seria assumir que o setor é inviável no país, e, esse sendo o cenário, haveria eventualmente uma consolidação ainda maior entre os *players* atuantes. Por todos os diferenciais aqui listados, acreditamos que o *ROIC* normalizado da Mills fique na casa de 17 a 19%, fazendo com que o *valuation* atual não reflita nem de perto o valor intrínseco do ativo.

Tabela 3 – Price/Book justo da Mills, considerando custo de capital de 14%[14]

		ROIC Pre Tax – Adjusted						
		14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
	4%	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x	1,4x	1,5x	1,6x
	5%	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x	1,4x	1,6x	1,7x
g	6%	1,0x	1,1x	1,3x	1,4x	1,5x	1,6x	1,8x
	7%	1,0x	1,1x	1,3x	1,4x	1,6x	1,7x	1,9x
	8%	1,0x	1,2x	1,3x	1,5x	1,7x	1,8x	2,0x

Fonte: Athena Capital

Investir em empresas passa longe de ser uma ciência exata. Na Athena Capital, temos uma filosofia pautada por investir apenas em empresas que julgamos apresentarem, estruturalmente, *ROIC* acima do custo de capital, além de várias métricas qualitativas (mais detalhes em nossa primeira carta ("Prazer, Athena Capital"). Se essas empresas também apresentarem oscilação mais previsível em seus resultados de curto prazo, melhor ainda - é nesse perfil de empresas que procuramos alocar a maior parte de nosso capital. Dinâmica de resultados é também sempre levada em consideração em nossas alocações, mas é mais útil para determinar o tamanho de posição e não a legitimidade do investimento. Acreditamos que o mais relevante é entender o racional dos resultados de cada negócio, conseguindo assim distinguir a recorrência de resultados (bons e ruins) das mudanças estruturais. Esse tipo de abordagem pode aumentar o prazo de maturação do investimento, mas nos é claro que, ao longo do tempo, permite também a identificação de excelentes oportunidades de alocação de capital.

Por fim, caro leitor, gostaríamos de concluir esta nossa segunda carta com uma citação de Warren Buffet que acreditamos sintetizar a mentalidade adequada para avaliarmos um investimento, a despeito do contexto de curto-prazo:

"*In fact, at Berkshire we would love to acquire businesses or invest in capital projects that produced no return for a year, but that could then be expected to earn 20% on growing equity.*"[15]

Rio de Janeiro, 30 de Junho de 2015

[14] Empresas com maiores retornos (ROIC) e perspectivas de crescimento (g) apresentam maiores múltiplos (P/B) justos.

[15] Carta aos acionistas da Berkshire Hathaway Inc. de 1990. Em tradução livre: "De fato, na Berkshire nós adoraríamos adquirir negócios ou investir em projetos que não produzissem retorno por um ano, mas que, a partir de então, nos permitissem esperar ganhos de 20% no patrimônio líquido (ROE)".

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 409/2004

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: TTLRTN 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$ 64,53 MM
Patrimônio Médio[6]: R$ 65,04 MM
Patrimônio total sob Gestão: R$ 109,8 MM

6- PL médio desde 20-Mai-2014

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

Rentabilidade Histórica[1] e Volatilidade

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO[3] Fundo	ANO[3] Ibovespa[2]	ANO[3] 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%							6,94%	6,15%	9,11%

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

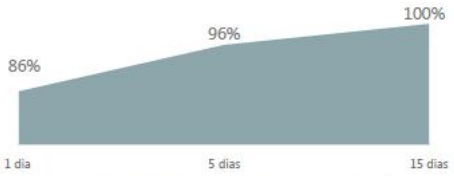
Rentabilidade				Volatilidade	
Período	Fundo	Ibovespa[2]	IPCA+6%	Fundo	Ibovespa[2]
12 meses	7,14%	-0,16%	15,18%	12,38%	24,04%
24 meses	-	-	-	-	-
Desde o início[3]	9,52%	1,36%	16,59%	11,92%	23,61%

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

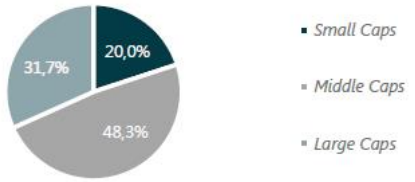
Liquidez[4]



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

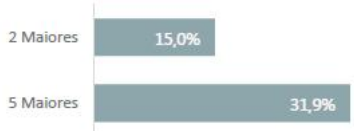
Por Setor

Por Valor de Mercado[5]



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 patônio 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