

O ano de 2015, prezado cotista, foi ímpar para a gestão de recursos. O cenário macroeconômico dispensa maiores comentários, mas antes fosse ele o maior desafio enfrentado. Uma guerra política sem precedentes, além do envolvimento direto de importantes figuras do país em investigações criminais, basicamente congelou evoluções concretas de propostas que pudessem, ao menos, dar uma perspectiva de que caminho o país seguirá. O deferimento do pedido de impeachment em dezembro talvez seja a melhor forma de exemplificar a magnitude do imbróglio político/econômico no qual o país está imerso há um bom tempo.

Em tal ambiente, a recorrência dos resultados, a evolução de cenário competitivo, a alocação de capital, a geração de caixa e, principalmente, o *valuation* foram colocados em segundo plano na análise de investimentos em ações. Entendemos, e concordamos, que visibilidade mais curto-prazista de uma empresa/setor é uma variável importante no processo de alocação. **A diferença é que de tempos para cá isso não tem sido mais uma variável - tem sido "A" variável.** Por conta disso, alguns dos ativos nos quais investimos chegaram a níveis de precificação que não imaginávamos, mesmo considerando a deterioração da atual conjuntura brasileira.

Nos mantemos focados em entender a dinâmica dos resultados reportados pelas empresas, dando menos foco ao valor nominal dos números em si. Em cenários de forte oscilação econômica, os resultados das empresas tendem a ficar distorcidos e não refletir a realidade de equilíbrio das mesmas, ponto válido para o bem e para o mal. Nosso trabalho segue focado em tais estudos, na evolução dos vetores que sustentam os diferenciais de valor das empresas. Também seguimos fiéis ao perfil de empresas que procuramos investir, algo que não alteramos em função de ciclos econômicos.

Analisando os resultados das empresas investidas, e não a performance das ações, e levando em conta o cenário atual da economia brasileira, estamos satisfeitos com a média dos resultados das mesmas. **Anualizando os números reportados em 2015 até o momento, tais empresas cresceram EBITDA/Lucro Ajustado<sup>2</sup> em 13%, tiveram ROIC<sup>3</sup> médio de 28%, geraram 8% de *fcf yield*, pagaram 5% de *dividend yield*<sup>4</sup> e terminaram o período com uma relação dívida líquida/Ebitda de aproximadamente 1.2x.** Mais do que os satisfatórios indicadores, no lado qualitativo temos visto uma continuidade e em alguns casos, evolução dos pilares que fazem dessas empresas negócios bons e diferenciados, momentum econômico e de resultados a parte.

---

<sup>1</sup> *Eureka* é uma interjeição utilizada normalmente por alguém que acaba de encontrar uma solução para algum problema de grande complexidade. Foi supostamente pronunciada pela primeira vez pelo cientista grego Arquimedes (287 a.C. – 212 a.C.) quando descobriu como resolver um complexo dilema apresentado pelo rei Hierão.

Por sua vez, "**Comgás to the rescue**", em tradução livre, significa "Comgás ao resgate".

<sup>2</sup> A métrica que melhor se aplica à característica de cada empresa

<sup>3</sup> Para definições de *ROIC*, *fcf yield* e *EBITDA* favor consultar nossa Carta n 2 ("[Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural](#)")

<sup>4</sup> *Dividend Yield*: rendimento do dividendo em percentual do preço da ação

Como é de se imaginar pelas razões citadas no início desta carta, boa parte das ações não tem se comportado, em nossa opinião, de acordo com seus resultados e evoluções microeconômicas. **Até mesmo empresas que, pela característica de seus negócios, historicamente são precificadas com retorno implícito baixo, hoje já apresentam taxas de retorno bem favoráveis** (sempre comparando a indicadores reais de preço, como NTN-B). Não por acaso atualmente temos um percentual representativo do fundo alocado em empresas de *Utilities*, algo raro em nossas carreiras como gestores. **Um exemplo de empresa desse grupo em que o retorno implícito não condiz com as características do negócio é a Companhia de Gás de São Paulo – Comgás (“Comgás”), tema desta nossa terceira carta.**

Antes de explorarmos mais detalhadamente o case de Comgás, gostaríamos de reiterar nossa atuação durante o conturbado período socioeconômico por que passa nosso país: entendemos as enormes dificuldades que o Brasil enfrenta, reconhecemos que o cenário tem, sim, afetado as empresas mais do que se imaginava, assim como notamos a falta de perspectiva sobre uma evolução mais concreta de curto prazo. No entanto, em nossa opinião, a tentativa de antecipar ou esperar eventos dessa natureza não gerará, ao longo do tempo, valor ao fundo. **Acreditamos que a melhor forma de agregarmos valor aos cotistas é realizando investimentos concentrados em empresas geradoras de caixa, financeiramente desalavancadas, elevado retorno sobre o capital investido, e que tenham margem de segurança de *valuation*.** Evidentemente, em momentos de maior *stress* a correlação entre tais características e o *valuation* das empresas tenderá a ser menor, consequência da tendência do investidor de muitas vezes exacerbar o momento corrente. Em tais oportunidades, buscaremos aumentar a alocação em nossos investimentos, assim melhorando o retorno potencial de longo prazo da carteira. **Baseados em nossas premissas, estimamos 13% de retorno real implícito na carteira do fundo.**

### Comgás: resultados consistentes e *upside* de estrutura de capital

A Comgás é uma concessionária distribuidora de gás canalizado que detém o monopólio de fornecimento para a região metropolitana e outras cidades do interior de São Paulo. Sua área de atuação concentra 26% do PIB brasileiro, 31 milhões de habitantes, 9.2 milhões de residências, mais de 12 milhões de veículos e cerca de 27% do consumo brasileiro de gás natural. Apesar de ser a maior distribuidora do país, a Comgás é um ativo ainda longe da maturidade e com um expressivo potencial de crescimento para os próximos anos. Mesmo após a concessão ter crescido a taxas “chinesas” nos últimos 15 anos - 11% em km de rede, 10% em volume distribuído e 8% em número de medidores ao ano - a empresa ainda está presente em apenas 76 das 177 cidades de sua área de concessão, atendendo a menos de 20% das residências.

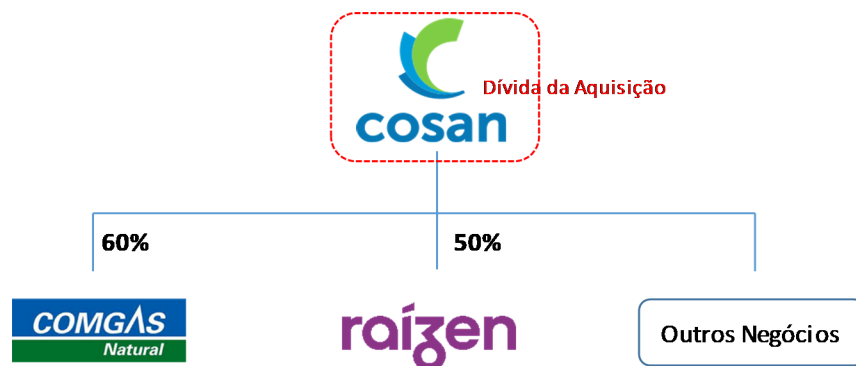
A empresa apresenta um bom histórico de resultados nos últimos anos, com crescimento anualizado de *Ebitda* e Lucro de 19.5% desde a privatização, em 1999. Mesmo nos últimos 5 anos, período marcado pela retração do segmento industrial, principal consumidor de gás, a Comgás teve um ritmo de crescimento anualizado de Ebitda de 9.5%, com retorno médio sobre capital regulatório de 18% (nominal alavancado) comparado a um custo de capital (*WACC*) de 11.6% no mesmo período.

**Adquirida pela Cosan:**

Seguindo a estratégia de diversificação em *business* mais resilientes, o grupo Cosan anunciou a aquisição do controle da Comgás em 2012, pagando 3.4 bilhões de reais por 60% da empresa, até então controlada pela Inglesa *British Gas*. Para a Cosan, a operação fazia todo sentido, pois estavam agregando ao portfólio do grupo um ativo *Premium*, com consistência e previsibilidade de resultados. Até aquele momento a Cosan ainda era muito dependente da operação de Açúcar de Etanol, que tem, por características, elevada intensidade de capital e resultados cíclicos, sujeitos aos preços das commodities.

**Estrutura da Cosan após a aquisição e engenharia financeira:** Na aquisição, a Cosan alocou a dívida levantada para aquisição da Comgás na Cosan Holding (CSAN3), empresa não operacional, controladora do portfólio de investimentos do grupo. Isso se deu, pois, a Cosan tinha a Shell como sócia em seu principal negócio, a Raízen e outros sócios em seus demais negócios. Em nossa opinião, uma dívida alocada em uma empresa não operacional não é uma situação ideal, tendo em vista a ineficiência fiscal gerada, na medida em que a empresa não tem receita e conseqüentemente base tributária positiva para reduzir com as despesas de juros (*Tax Shield*). Apesar da ineficiência fiscal, a operação ainda parecia fazer sentido para a Cosan, que, com o fluxo de dividendos da Comgás, conseguiria lentamente desalavancar a holding e reduzir essa ineficiência com o passar dos anos.

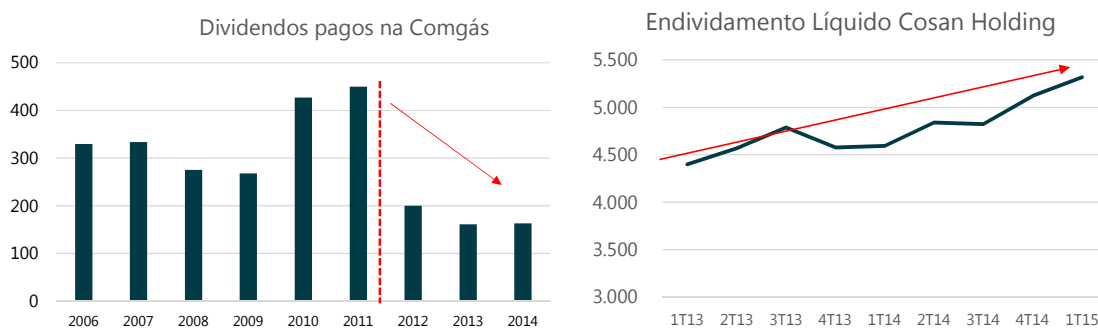
**Figura 1: Estrutura Societária Pós Aquisição**



Fonte: Athena Capital e Cosan

Na prática, o desenrolar não foi tão simples. Quando assumiu o controle, a Cosan reduziu o nível de *Payout*<sup>5</sup> praticado na Comgás, que passou a operar com uma estrutura de capital excessivamente desalavancada (saindo de 2.3x no final de 2011 para 1.1x *Dívida Líquida/Ebitda* em 2014). **Em nossa opinião, essa foi uma decisão difícil de justificar e trouxe consequências negativas para Comgás e Cosan.** Enquanto a Comgás, que tinha balanço e acesso a taxas de financiamento competitivas, como o BNDES, acumulava caixa reduzindo o dividendo praticado, o endividamento e o custo da ineficiência fiscal subiram para a Cosan Holding, que não tinha recursos suficientes vindo das controladas para cobrir suas despesas com juros, custos operacionais e dividendos:

**Gráfico 1 e 2: Dividendos Comgás e dívida Cosan Holding, em Milhões de Reais**



Fonte: Athena Capital, Cosan e Comgás

### Spin-Off do *Business* de gás e dividendos na Comgás:

*"We cannot solve our problems with the same thinking we used when we created them."*  
 - Albert Einstein

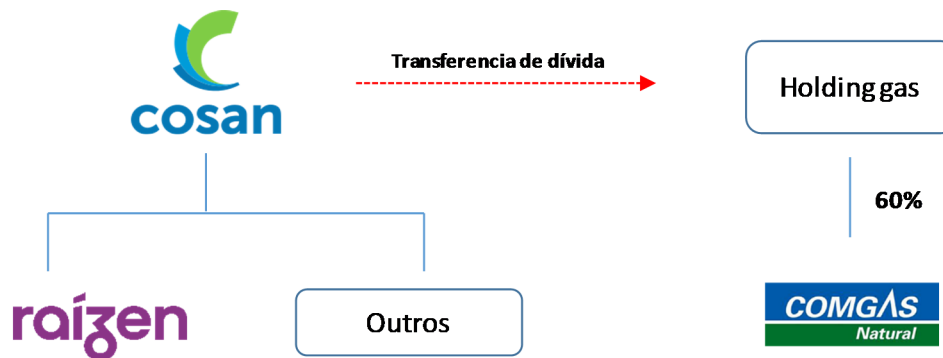
No final do ano de 2014, a Cosan apresentou o que seria a solução para parte de seu problema: fariam o *spin-off*<sup>6</sup> do negócio de gás para uma holding independente (chamaremos a nova empresa de "*Holding Gas*"), com a transferência de parte da dívida da Cosan Holding para essa nova estrutura. Com o anúncio da reestruturação, a Cosan não formalizou como procederia na tentativa de solucionar a estrutura de dupla listagem e a ineficiência fiscal que seria transferida para *Holding Gas*. No entanto, posteriormente houve a indicação da necessidade de negociar com os acionistas da Comgás uma troca de ações<sup>7</sup> entre as duas empresas:

<sup>5</sup> *Payout* Percentual do lucro líquido distribuído

<sup>6</sup> *Spin-off* segregação de dois ou mais negócios

<sup>7</sup> Na prática o business de Gás do grupo seria unificado em apenas um veículo.

**Figura 2: Estrutura após criação da Holding de gás**



Fonte: Athena Capital, Cosan e Comgás

Vemos uma possível segregação do negócio de gás, desde que bem conduzida, como um “ganha-ganha” para os minoritários da Comgás e os acionistas da Cosan. Para nós, acionistas da Comgás, significa aumento da liquidez das ações<sup>8</sup>, melhor nível de governança<sup>9</sup>, além da opcionalidade da Comgás ser uma consolidadora do segmento no país. Estamos em uma posição confortável e favorável para negociação de um termo de troca justo: a  *Holding Gas*  continuaria sem  *Tax Shield* , com a transferência de cerca de 1.9 bilhões de Reais em dívidas, e com dividendo inferior ao recebido pelas ações preferencias (PNs) da Comgás.<sup>10</sup>

Para dar andamento à operação, a Cosan tinha como intenção realizar uma emissão de dívida com taxas competitivas, recomprando seus bônus perpétuos (cerca de 500 milhões de dólares) e transferindo a dívida mais barata para a Holding Gas. Entretanto, a operação não evoluiu por conta da instabilidade política e econômica do Brasil, que levou a uma piora do mercado de captação externa para as empresas locais.

### Qual seria a outra opção?

Se por um lado a dinâmica de mercado atrapalhou a emissão da dívida, por outro vemos a atual conjuntura de restrição de crédito e elevado custo de financiamento (principalmente para empresas alavancadas, como a Cosan) criando uma maior necessidade de dividendos da Comgás para a Cosan, além de uma maior probabilidade de que a reestruturação seja conduzida de maneira mais simples.

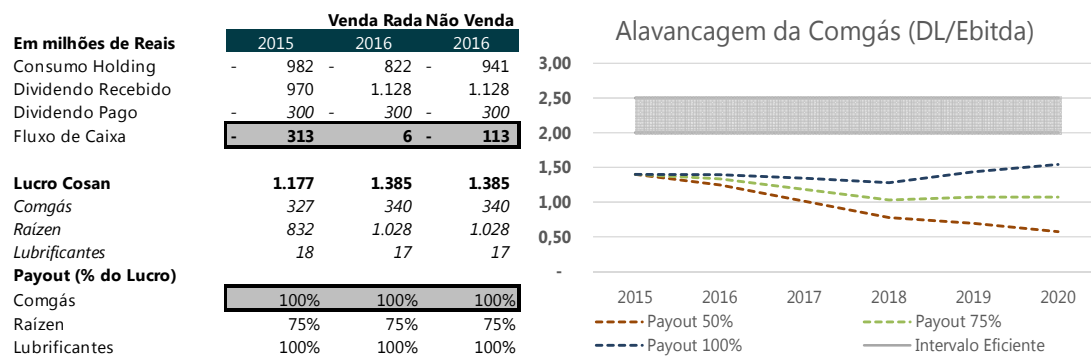
<sup>8</sup> Acionistas minoritários da Cosan passariam a compor o  *Free Float*  da  *Holding Gas* , após troca de ações.

<sup>9</sup> A empresa seria listada no segmento Novo Mercado da Bovespa enquanto a Comgás não está em nenhum segmento especial.

<sup>10</sup> Ações preferencias da Comgás tem direito garantido pelo Estatuto Social a um dividendo por ação 10% superior a ações ordinárias.

Estimamos que a Cosan tenha uma necessidade de capital próxima a 950 milhões de Reais por ano, ou 800 milhões de Reais após a venda da participação na Radar, empresa de terras do grupo. Em ambos os casos essa necessidade nos indica que a Cosan necessita voltar a praticar 100% de Payout na Comgás, sem outras alternativas visíveis que não a faça aumentar ainda mais seu endividamento na Holding a elevadas taxas marginais. Soma-se a isso o fato de que *Payout* abaixo de 100% significaria desalavancar ainda mais a Comgás e tornar a estrutura do grupo mais ineficiente:

**Tabela 1: Necessidade de Capital Cosan Holding e alavancagem da Comgás em cenários de *Payout***



Fonte: Estimativas Athena Capital

Um exemplo prático do custo de refinanciamento são os bônus perpétuos da Cosan Holding, dívida em dólar que teve vencimento recente de hedge cambial (swap) e que estimamos que tenha um custo próximo a 19% ao ano, caso a empresa opte por continuar protegida da variação cambial. Quando comparamos esse custo à remuneração do caixa da Comgás, cerca de 10% após impostos, vemos que o simples ajuste de estrutura de capital da Comgás (por meio de dividendos) poderia significar uma economia de aproximadamente 80 milhões de Reais por ano, ou aproximadamente 7.5% de seu lucro consolidado antes de impostos da Cosan:

**Tabela 2: Custo da Ineficiência Fiscal da Cosan Holding**

Bonus Perpétuos da Cosan		Informação da dívida Cosan	
Dívida em Dólares	500	Custo em Dólar	8,25%
Cambio Dólar x Real	3,8	Custo após SWAP em Reais	19,0%
Dívida em Reais	<b>1.900</b>	Rendimento Caixa Comgás	10%
Informações Comgás (Milhões de Reais)		Custo anual da Ineficiência para Cosan	
Dívida Ajustada final 2015	1.993	DL/Ebitda 2,5x Cgas	<b>81</b>
Ebitda Normalizado 2015	1.402		
DL/Ebitda final de 2015	1,4x		
DL/Ebitda eficiente	<b>2,5x</b>		

Fonte: Estimativas Athena Capital

Acreditamos que, devido ao elevado custo de carregamento da atual estrutura, o caminho mais óbvio para a reestruturação do negócio de gás seja a alavancagem da Comgás por meio do pagamento de um dividendo extraordinário, ao invés da transferência da dívida para  *Holding Gas*. Essa é uma opção viável - Comgás hoje tem uma elevada posição de caixa e uma reserva de Lucros próxima a 1 bilhão de Reais - que facilitaria a condução de troca de ações após o *Spin Off* e levantaria recursos de maneira rápida e eficiente para Cosan. **Estimamos que o potencial *Dividend Yield* de um ajuste de estrutura de capital seja entre 23% e 32%**, dependendo do nível de alavancagem que a Comgás trabalhe (entre 2.2x-2.5x Dívida Líquida/*Ebitda*).

Também é válido destacar que, recentemente, a Cosan Limited, controladora da Cosan, anunciou um aumento de capital na Rumo, empresa de logística ferroviária não mais controlada pela Cosan Holding (CSAN3). Pelo expressivo programa de investimentos e elevada alavancagem, acreditamos que a Cosan Limited possa ter necessidade de novamente capitalizar a Rumo, o que demandaria dividendos adicionais de sua outra subsidiária, a Cosan. Isso aumenta ainda mais a necessidade de desalavancagem da Cosan Holding.

### Se o Business é bom, cresce e tem opicionalidades por que o ativo é tão descontado?

Apesar de não concordamos com o elevado retorno implícito com o qual a Comgás negocia atualmente, vemos alguns motivos para justificá-lo:

#### 1 - Incerteza Regulatória:

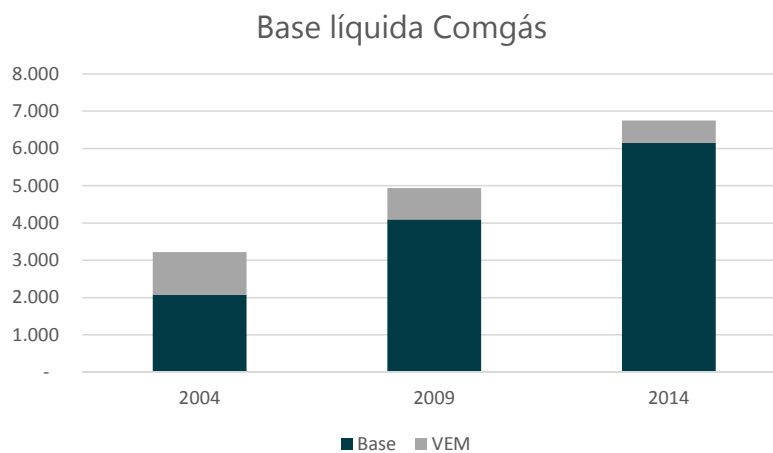
A Comgás é uma concessão estadual regulada, desde sua privatização em 1999, pela Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo (Arseps). A Arseps é responsável pela fiscalização da qualidade/segurança do serviço prestado e pela regulação econômico-financeira, que define, em ciclos tarifários quinquenais, qual a necessidade de receita para que a empresa entregue a expansão prevista no plano de negócios, cubra os custos operacionais e rentabilize seu capital. O último ciclo da Comgás está atrasado há mais de 1 ano por conta da indefinição metodológica de valoração de sua base de ativos.

#### Valor Econômico Mínimo

O processo de privatização da Comgás teve como base metodológica o Valor Econômico Mínimo (VEM) da concessão. Nessa metodologia, o valor mínimo definido para privatização é garantido como base de ativos ao longo da concessão a fim de remunerar o operador e maximizar o valor do ativo para o Estado. Essa foi a metodologia usada, por exemplo, no processo de licitação dos ativos de gás na Austrália e diversas concessões de gás, transmissão e distribuição de energia na Inglaterra, também sendo proposta e discutida no processo de privatização das distribuidoras de energia no Brasil. A metodologia vem sendo usada tanto no 2º (2004) quanto 3º (2009) ciclos de revisão da Comgás, mas no 4º ciclo de revisão a Arseps propôs que a metodologia fosse alterada para o valor de reposição dos ativos, o que implicaria em redução da base da companhia. Entendemos que o regulador não pode alterar as condições de licitação e o equilíbrio estipulado à época do leilão. Logo após a manifestação da Arseps, a Comgás solicitou um posicionamento ao poder concedente e a Procuradoria do Estado está analisando desde então para dar o parecer do Estado.

Acreditamos na manutenção da metodologia atual, mas, caso o desfecho seja desfavorável, nossa opinião sobre o investimento não será alterada. Vemos, inclusive, alguns benefícios no atraso da revisão, como a redução do volume industrial<sup>11</sup> e a invalidação da *WACC* regulatória definida em 2014 pela Arsesp, de 8.04%, que pela primeira vez ficou abaixo de distribuição de energia e que acreditamos que seja elevada pela agência em decorrência do aumento do custo de capital com a piora dos indicadores econômicos. A eliminação da metodologia do *VEM* reduziria, em nossas estimativas, aproximadamente 10% da base da Comgás, com impacto de 7% no valor justo que atribuímos ao ativo. Apesar de não desprezível, tal evento se torna menos importante nos atuais níveis de retorno implícito.

**Gráfico 3: Base de Ativos da Comgás, representatividade do VEM, em milhões de Reais**



Fonte: Estimativas Athena Capital

## 2 – Risco de Governança:

Acreditamos estar blindados de riscos de governança na estrutura societária da Comgás. A empresa tem uma base de acionistas minoritários concentrada em poucos investidores, o que julgamos importante pela facilidade de mobilização em eventos societários que eventualmente sejam questionáveis e envolvam o controlador. Além disso, a Shell, sócia da Cosan na Raízen, tem uma participação relevante na Comgás, com poder de veto em qualquer fusão, M&A ou reestruturação societária. Acreditamos que o relacionamento com a Shell e o risco de imagem e de precificação de outros ativos listados para o grupo Cosan inibem a tentativa de uma possível reestruturação que seja prejudicial aos minoritários da Comgás.

<sup>11</sup> Volumes são estimados no *business plan* dos ciclos tarifários. Como o processo está atrasado o retorno ao longo do ciclo não será prejudicado por um volume praticado inferior a curva definida pela Arsesp.



Em relação ao plano de reestruturação já proposto, não vemos risco em uma potencial troca de ações. Conforme comentamos, a migração também é do interesse dos acionistas da  *Holding Gas* (equalização de dividendos e  *Tax Shield*), que ainda têm o interesse de maximizar o  *valuation* da Comgás para ter maior participação na empresa após a troca de ações. Como vemos a Comgás negociando significativamente abaixo do seu valor justo, a relação de troca deveria ocorrer muito acima do preço atual que as ações negociam para que fosse dilutiva ao acionista da Comgás<sup>12</sup>:

**Tabela 3: Ganho/Perda de valor para o acionista de Comgás em cada preço implícito de troca de ações**

Preço da Comgás na relação de troca	Ganho/Diluição
40	23,0%
45	15,1%
50	9,4%
55	5,2%
60	1,9%
65	-0,7%

Fonte: Estimativas Athena Capital

### 3 – Liquidez:

Apesar de não ser uma  *small cap*, a Comgás tem uma elevada concentração de base acionária ( *top-3 holders* detêm 2/3 das ações preferenciais), o que se reflete em uma baixa liquidez real e em movimentos técnicos mais expressivos no preço da ação, principalmente em condições de mercado como a que estamos vivendo atualmente.

### Valuation e Conclusão:

Além de um histórico positivo, a Comgás mantém o ritmo de expansão de sua base de clientes e tendo resultados financeiros satisfatórios em 2015, apesar do fraco desempenho de volume industrial: crescimento ajustado de Lucro de 16.7% nos 9 primeiros meses e uma  *fcte yield* **ajustado de 11% no mesmo período**. Acreditamos que a empresa vai manter o atual ritmo de crescimento da base nos próximos anos, com uma baixa necessidade de retenção de capital.

Vale destacar que a recente desvalorização do preço de petróleo, que serve como referência de precificação dos contratos, aumentou a competitividade do gás na matriz energética estadual em relação a outros insumos, como eletricidade e óleo combustível, por exemplo. Acreditamos que a competitividade do gás é de suma importância para a dinâmica de volumes no longo prazo, assim como na política de descontos comerciais adotada pela Comgás.

<sup>12</sup> Como o acionista de Comgás tem as ações como ativo e o acionista da Holding tem uma dívida, além das ações da Comgás, quanto o menor o preço implícito de troca, maior o percentual dos acionistas da Comgás na Holding Gas.

Com base em nossos estudos, vemos a Comgás praticando um *Payout* mínimo de 100% nos próximos anos, com um *Dividend Yield* de 12% ao ano e crescente, além da opcionalidade de um dividendo extraordinário para desalavancar a Cosan Holding. Caso ocorra a migração para  *Holding Gas*, acreditamos que a melhora dos níveis de governança, potencial M&A e melhora na liquidez da ação vão se traduzir em um **retorno implícito significativamente abaixo do que a empresa negocia**, uma vez que a Comgás é um ativo descontado por diversas métricas de *valuation*, a citar:

- **Retorno Implícito e *Peers* Comparáveis:** Comgás está negociando a um retorno implícito real próximo a 17,5% a.a (15% sem o *VEM*). Além de um retorno absoluto expressivo, esse nível é significativamente superior quando comparado a uma média de 11% de outros ativos comparáveis de *utilities*,
- **Base de ativos:** A Comgás está negociando **abaixo de sua base de ativos regulatória, a um múltiplo EV/Base próximo a 0.88x**. Mesmo com a *WACC* regulatória de 8.04%, que acreditamos ser revista pela Arsesp, significa um retorno real de 14.8% para o acionista supondo a estrutura de capital regulatório e o custo de *funding* da Comgás, sem *Outperformance* de parâmetros regulatórios e sem crescimento da base de ativos, algo que julgamos conservador baseado no histórico de crescimento da concessão.
- **M&A:** Recentemente o mercado brasileiro de gás passou por importantes mudanças societárias, como a compra da Comgás pela Cosan, aquisição da participação da Petrobrás na Gasmig pela Cemig e a mais recente aquisição de 49% da Gaspetro pela Mitsui. Apesar de não usarmos múltiplos em cenários de retorno, vale destacar que a **Comgás atualmente negocia a múltiplos 30% inferiores à média desses negócios**, que representaram acima de 70% do mercado de distribuição de gás natural no Brasil e ainda envolvem participações minoritárias em ativos estatais de pior qualidade:

**Tabela 4: Movimentos de M&A no setor de Gás Natural**

Ano	Deals	Comprador	Vendedor	Valor	Share	P/E
2012	Comgas	Cosan	BG	3.400	60,10%	10,8
2014	Gasmig	Cemig	Petro	600	40,00%	10,0
2015	GasPetro	Mitsui	Petro	1.900	49,00%	15,4
Múltiplo Médio						12,2
Múltiplo Comgás						8,5
Desconto						-31%

Fonte: Estimativas Athena Capital, Cemig, Cosan, Petrobrás.

Acreditamos que a oportunidade de investimento em ativos estratégicos, de qualidade e no atual nível de retorno da Comgás só aparecem em momentos de questionamento e incertezas como o atual. Estamos confortáveis com a assimetria do *case* e confiantes no retorno de médio/longo prazo do mesmo.

### 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](mailto: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: TRLRTN 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](http://www.athenacap.com.br)  
 Informações de contato:  
 Telefone: (21) 3590-1235  
 E-mail: [ri@athenacap.com.br](mailto: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](mailto:ouvidoria@btgpactual.com)  
 Site: [www.btgpactual.com](http://www.btgpactual.com)

### PATRIMÔNIO

Patrimônio do Fundo: R\$ 54,25 MM  
 Patrimônio Médio 12 meses: R\$ 58,06 MM  
 Patrimônio total sob Gestão: R\$ 100,30 MM



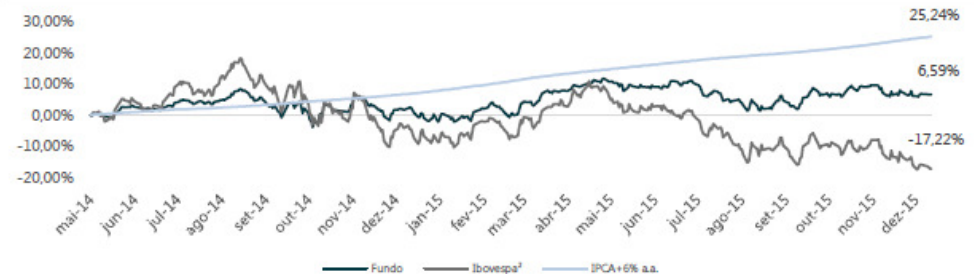
A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

### Rentabilidade Histórica<sup>1</sup> e Volatilidade

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO <sup>2</sup>			
													Fundo	Ibovespa <sup>3</sup>	IPCA + 6%	
2014														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%

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 <sup>2</sup>	IPCA + 6%	Fundo	Ibovespa <sup>2</sup>
12 meses	4,09%	-13,31%	17,20%	13,39%	25,75%
24 meses	-	-	-	-	-
Desde o início <sup>3</sup>	6,59%	-17,22%	25,24%	11,58%	23,55%

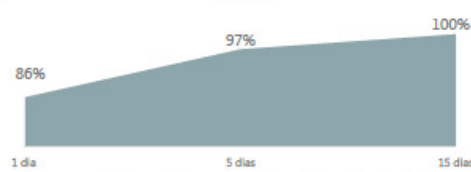
### Volatilidade Anualizada - janela móvel 30d



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.

### Risco da Carteira

#### Liquidez<sup>4</sup>

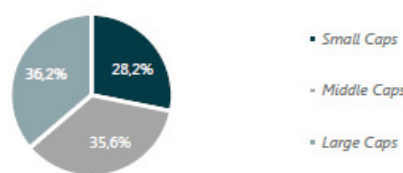


4- Percentagem do PL que pode ser zerado em cada período, considerando 30% da liquidez diária de cada ativo

#### Por Setor

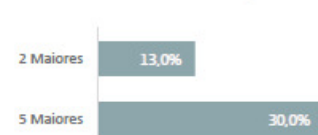


#### Por Valor de Mercado<sup>5</sup>



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.