

Carta Trimestral – 4T12

Nesta carta, daremos continuidade à tradição dos últimos dois anos e abordaremos os principais casos de investimento que influenciaram a performance do fundo no ano de 2012. Também utilizaremos este espaço para atualizá-los sobre a evolução da empresa e o fechamento do Studio FIC FIA.

Studio Investimentos

Comentamos, na carta do ano passado, que durante o ano de 2011 havíamos concluído a contratação de dois analistas para fortalecer nossa equipe de gestão. No último trimestre de 2012, mais um analista foi integrado ao grupo que hoje totaliza sete profissionais dedicados à avaliação das empresas listadas no mercado brasileiro e à gestão do portfólio de ações da Studio. Bem-vindo ao time, Raphael Rodrigues.

No final de 2012, o patrimônio do Studio FIC FIA atingiu os R\$ 350 milhões que havíamos definido como condição para o fechamento do fundo para novas captações. Sempre sustentamos que, para otimizar os resultados gerados através da nossa filosofia e processo de investimentos, precisamos assegurar que nossos clientes e parceiros compreendam o horizonte da nossa estratégia e que suas aplicações na Studio estejam bem dimensionadas.

Para continuar o processo de crescimento da Studio sem perder flexibilidade na montagem e desmontagem das posições, avançamos na estratégia de limitar o patrimônio gerido com 10 dias de carência, para então disponibilizar um novo fundo com cotização de resgates em 30 dias. Vale ressaltar que o dinheiro dos sócios passará a ser submetido a essa condição mais restritiva de liquidez, sendo migrado para o novo veículo aberto.

Neste momento, estamos finalizando os requerimentos processuais para abertura do novo fundo que se chamará Studio 30 FIC FIA e manterá a estratégia que temos desempenhando desde a fundação da Studio. Todos os dados referentes à performance do Studio FIC FIA continuarão sendo atualizados diariamente em nosso site.

Enviaremos um comunicado por email assim que estiver definida a data de abertura do fundo e estamos à disposição para conversar com cada um dos interessados, sobre qualquer dúvida remanescente.

Com pouco mais de 3 anos, o patrimônio total administrado pela Studio encerrou 2012 em R\$ 536 milhões, investidos por mais de 500 clientes. Desde o início em 25 de novembro de 2009, o Studio FIC FIA acumula alta de 58,4% contra uma queda de 10,3% do Ibovespa.

Performance

Conforme detalhado na tabela que se encontra na última página desta carta, o Studio FIC FIA registrou alta de 18,99% em 2012 enquanto o Ibovespa subiu 7,4%.

Ao longo dos próximos parágrafos, destacaremos 3 (três) das principais posições que impactaram positivamente a rentabilidade do fundo em 2011, assim como 3 (três) posições que se destacaram negativamente.

Mahle Metal Leve

A maior contribuição para a performance em 2012 veio de nosso investimento em Mahle Metal Leve. Iniciamos nosso investimento em outubro de 2010 com uma posição pequena. Naquele momento a empresa anunciou um plano de reorganização corporativa que, em julho de 2011, seria concluído com uma oferta secundária e sua entrada no Novo Mercado. Esse processo aumentaria a liquidez das ações e, conseqüentemente, o interesse dos analistas e investidores. Contribuiu para nossa decisão o fato de já conhecermos a empresa há vários anos. A companhia original, Metal Leve, teve seu controle vendido para o grupo alemão Mahle em 1996.

Utilizamos ainda, o conhecimento do nosso sócio, Gabriel Stoliar, Presidente do Conselho de Administração da Fundação Tupy há 3 anos, para solidificar nossas opiniões sobre a Mahle Metal Leve. A Fundação Tupy fornece blocos e cabeçotes de motores e, portanto, possui uma gama de produtos bem complementar à da Mahle e alguns clientes em comum. O *feedback* que recebemos sobre a companhia alemã era excelente. A empresa sempre investiu significativamente em P&D (Pesquisa & Desenvolvimento) e acabou criando uma boa reputação internacional no seu segmento de atuação. As peças fabricadas pela empresa são de baixo valor unitário, mas cruciais para o bom funcionamento do motor. Um *recall* de um motor por conta de peças sem conformidade é um custo muito elevado para as montadoras, o que garante a fidelidade dos clientes e permite que sua reputação lhe possibilite bons retornos sobre o capital investido. Antes mesmo de a Mahle comprar a empresa no Brasil, a antiga Metal Leve já possuía um histórico bastante interessante de investimentos em P&D. A companhia brasileira foi construindo ao longo do tempo algumas barreiras a entrada de concorrentes baseadas na peculiaridade do mercado brasileiro de veículos de passeio. Um exemplo interessante foi o desenvolvimento de peças que tivessem resistências específicas para operar de forma eficiente em qualquer combinação de gasolina e etanol na mistura do combustível, uma vez que o mercado brasileiro caminhou para a forte presença do motor *flex fuel*.

Como o Brasil enfrentava em 2011 uma perda de competitividade industrial, com o auge da sobrevalorização cambial e aumento de importação de veículos, havia uma forte resistência dos investidores às ações de empresas industriais naquele momento. Por conta disso, conseguimos construir uma participação importante do fundo a preços bastante atrativos. A empresa, ainda no momento do *follow on*, se comprometeu a pagar toda a geração de caixa excedente como dividendo, o que conferia um *dividend yield*, nas nossas premissas conservadoras, de atrativos 12% em 2011 e crescente ao longo dos anos.

Em 2012, após a boa apreciação das ações em 2011, a diversificação de receitas ajudou na mitigação dos efeitos da forte desaceleração do mercado brasileiro de veículos, sobretudo no mercado de caminhões, no qual a companhia possui elevada presença. Com a receita bem distribuída entre *OEM-Original Equipment Manufacturer* Brasil (39% da receita em 2011), mercado de reposição Brasil (24% em 2011) e exportação (37% em 2011), a empresa conseguiu redirecionar produção dos mercados menos aquecidos, como Europa e Brasil (caminhões), para mercados mais aquecidos, como o dos EUA e o mercado de reposição no Brasil que estruturalmente é mais resiliente.

Além disso, a própria desvalorização cambial, o reajuste de preço implementado em 2012 nas vendas para o mercado externo (que estavam com preços muito deprimidos) e as medidas governamentais de apoio à indústria (como a desoneração de folha de pagamentos que começou a valer para a companhia a partir de agosto de 2012) ajudaram os resultados de 2012 e devem continuar auxiliando na recuperação da rentabilidade em 2013. O Governo lançou no início de 2012 um novo Programa de Incentivo à indústria automobilística, o Inovar-Auto, que tem entre suas metas o aumento da eficiência de combustível nos veículos até 2017. A empresa está bem posicionada para desenvolver com seus clientes novos motores mais eficientes no Brasil, que devem utilizar componentes de maior valor agregado. O impacto positivo para a companhia dessas novas medidas tende a ser sentido após 2014.

O compromisso com pagamento de dividendo relevante também atraiu bastante os investidores em um momento em que os juros do Brasil fecharam de forma muito significativa, sobretudo no primeiro semestre do ano.

Com isso as ações que já haviam subido 10,3% em 2011, após a oferta de ações, se valorizaram mais 86,3% em 2012, o que reduziu nossa margem de segurança. Por isso, acabamos por desinvestir da empresa neste início de 2013.

Arteris (OHL Brasil)

A segunda maior contribuição positiva do fundo no ano de 2012 foi a Arteris (antiga OHL Brasil). Montamos posição no setor em janeiro, vislumbrando um cenário de redução da percepção de risco em relação à alocação adicional de capital em novos leilões de concessões rodoviárias.

A OHL Brasil nasceu a partir de um plano da construtora espanhola Laín (que posteriormente se fundiria com outra construtora chamada Obrascón Huarte para formar a OHL) de diversificar seus negócios. A companhia entrou no Brasil em 1998 comprando participações minoritárias em estradas concedidas pelo Governo de São Paulo e posteriormente foi aumentando seus *stakes* até controlá-las. Em 2007, venceu 5 dos 7 lotes de estradas federais leiloados naquele ano com propostas vistas como muito agressivas na época.

Um aspecto importante da expansão via leilões é que o retorno indicado pelo Governo nos editais frequentemente difere do retorno real, geralmente por estudos defasados de tráfego e/ou *CAPEX*. Foi o caso das rodovias federais leiloadas em 2007. Premissas agressivas levaram a descontos significativos em relação à “tarifa teto” e fizeram com que as ações fossem penalizadas pelo mercado. Não ajudou o fato de licenciamentos ambientais e projetos que precisavam ser refeitos terem atrasado obras. A diferença temporal de investimento real *vis-à-vis* o previsto é algo inerente ao setor, inclusive nas empresas consideradas *benchmark*. Tal fato ocorre por inúmeras razões, sendo a principal a burocracia nas negociações e na obtenção de licenças. A Arteris, no entanto, sofreu mais, pois tinha um plano de investimentos grande em estradas, com uma herança de péssima qualidade, além de terem sido mais vocais em relação aos atrasos. Hoje, podemos observar dados de tráfego melhores do que os esperados pela empresa e licenças finalmente saindo, como para duplicação da Serra do Cafezal, na rodovia Regis Bittencourt, obtida em dezembro de 2012.

O setor de concessões não permite uma análise relevante de múltiplos devido à diferença nas maturidades de cada portfólio de ativos, portanto fazemos o exercício de olhar a taxa interna de retorno implícita no preço da ação, ou seja, a taxa de desconto que faz com que o fluxo de caixa para o acionista ao longo do prazo remanescente de seus contratos se iguale ao valor de mercado da companhia no momento do investimento. Quando montamos nossa posição, a Arteris oferecia uma TIR real para o acionista consideravelmente acima da observada para os outros *players* devido à história recente da companhia e à grande preocupação em relação aos novos leilões. Acreditávamos que a empresa não deveria ter um desconto tão grande e que parte do receio quanto a *bids* agressivos iria diminuir ao longo do tempo.

Já no primeiro leilão do ano, da rodovia BR-101 no Espírito Santo, vimos uma postura que nos deu conforto. A empresa participou do certame e deu um desconto de 15,82% para a tarifa teto, sendo o vencedor um *player* de capital aberto com um desconto de 45,63%. Em seguida, vieram os leilões dos aeroportos de Guarulhos, Viracopos e Brasília. A Arteris deu lance para os três, tendo inclusive disputado na fase de viva-voz o de Brasília com a Engevix. Após chegarem ao limite imposto pelos controladores, a empresa desistiu e saiu de mãos vazias. Tal posição mostrou a racionalidade econômica e financeira do grupo e retirou um *overhang* da ação.

O forte movimento de redução de juros em 2012 fez com que houvesse uma expansão de múltiplos e redução nas TIRs demandadas em geral, salvo setores com especificidades negativas. O setor de concessões rodoviárias não foi diferente. O desconto da Arteris foi reduzido em relação a algumas empresas, mas não todas. O mercado, que historicamente sempre olhou o setor como o portfólio atual de concessões, no caso da CCR, empresa que teve uma valorização similar à Arteris, passou a pagar também por crescimento via novos projetos.

Em abril, foi anunciado um acordo no qual a OHL Espanha (controladora da OHL Brasil com 60% das ações) e Abertis anunciaram a intenção de realizar troca de ações, envolvendo o controle da OHL Brasil. Em dezembro, foi anunciada a conclusão da operação, por meio da qual a Abertis (com 51%) e a Brookfield (com 49%) passaram a deter 60% do capital da OHL Brasil. A OHL Espanha recebeu em troca ações da Abertis e um valor financeiro. O mesmo tratamento foi dado aos acionistas minoritários e a OPA está em processo de análise na CVM. Como parte do acordo é em ações, o preço referência da OPA varia diariamente. Ele está atualmente em torno de R\$ 20,00, com a ação levemente abaixo desse valor, em parte, pois há uma exigência de lock-up por um ano da data da conclusão, ou seja, até dezembro de 2013 as ações da Abertis não podem ser vendidas.

A valorização grande do papel no ano (60%) e a troca de controladores nos fizeram reavaliar o caso, mas chegamos à conclusão de que o ativo ainda oferece um bom retorno, especialmente frente a alternativas de risco semelhante. Os novos controladores são puros operadores de concessão, tem um bom track record nos países onde operam

(principalmente Espanha e França) e trazem uma mudança de estratégia para a empresa, mais focada na execução e processos internos e centrada no *core business* de rodovias, o que mitiga o risco de entrada em novos negócios. É provável que a empresa se torne cada vez mais uma boa pagadora de dividendos e que opere mais alavancada, como é na Europa, trazendo assim mais retorno aos acionistas. A mudança de nome para Arteris exemplifica a vontade dos novos acionistas de entregar o plano de investimentos e se distanciar da imagem já desgastada que a OHL Brasil adquiriu nos últimos anos.

Aliansce

A terceira maior contribuição positiva para o fundo no ano foi Aliansce. A escolha por ter participações relevantes em ações de shopping não foi privilégio nosso. Muitos dos nossos concorrentes carregaram durante todo o ano essas ações e, como todas performaram bem, tiveram parte da boa rentabilidade dos fundos explicada por isso.

A tese de investimento em shoppings, no início de 2012 parecia agradar tanto às análises *bottom-up* como às *top-down*. Depois de uma forte queda das curvas futuras de juros no Brasil, parecia fazer todo sentido uma convergência dos retornos exigidos em empresas com fluxo de caixa razoavelmente previsível aos novos níveis de retornos de ativos de renda fixa.

Apesar de não desconsiderar esse tipo de abordagem, as características da avaliação *bottom-up* costumam nos agradar mais. Sob essa ótica, o provável aumento de *market share* dos shoppings no varejo brasileiro, motivado por *drivers* como conveniência, conforto, formalização da economia, juntamente com a dinâmica de consolidação do setor trouxeram e devem continuar a trazer um importante crescimento para as empresas bem posicionadas.

A grande fragmentação do varejo brasileiro, que se traduz em poucas opções de lojas âncoras, levam a um mix de lojas satélites muito maior que em outros países e proporciona maior rentabilidade para os empreendimentos.

O fato de os administradores/empreendedores de shopping estarem se consolidando mais rapidamente que os de varejo os coloca em enorme vantagem de poder de barganha com os lojistas e tem feito com que eles consigam capturar parte significativa do crescimento de vendas do varejo.

Outras fortes características brasileiras são a relevante receita de estacionamento (derivada da falta de espaço em muitas regiões) e a opção de desenvolvimento de projetos imobiliários ancorados no fluxo de pessoas que os shoppings geram e atraem. Nesse caso, quanto mais dominante for o shopping, maior é o potencial de criação de valor tanto com projetos de uso misto quanto em futuras expansões.

Sob a ótica dos riscos, a grande diversificação do *mix* de locatários, a indexação dos aluguéis à inflação e a seleção natural para os varejistas “vencedores”, uma vez que lojistas que estão performando mal acabam saindo para a entrada de marcas com melhor performance, trazem um grande conforto, olhando para um prazo de alguns poucos anos.

Por outro lado, a maior fonte de preocupação para os bons resultados no longo prazo é o grande número de empreendimentos que estão sendo desenvolvidos no país e a competição com o *e-commerce*. Por isso, uma característica relevante para a empresa investida é a qualidade do portfólio atual. Shoppings bem posicionados, dominantes na sua área de atuação, com marcas fortes e capacidade de expansão representam uma grande barreira de entrada.

Outra importante proteção para a boa alocação de capital ao longo do tempo é a experiência e alinhamento de interesses dos controladores/executivos. Acreditamos que o melhor alinhamento se dá quando a maior parte do patrimônio de executivos/controladores está investido na empresa.

Esses dois mitigadores de risco citados acima foram alguns dos principais motivos da nossa escolha pela Aliansce.

Também acreditamos que a rápida consolidação que temos visto no setor tende a atenuar um cenário de excesso de oferta. O poder de barganha dos grandes empreendedores fica cada vez maior para a atração de varejistas, o que mitiga o desenvolvimento de novos shoppings em regiões onde a demanda não os comportaria.

Depois do investimento na Aliansce, todos os fatos novos contribuíram para reforçar nossa tese de investimento, mas seria preciso um período mais longo para realmente testarmos seus riscos. A excelente performance de 2012, na nossa visão, foi decorrente da confirmação de resultados operacionais bons (importante frisar aqui que eles foram dentro do esperado por nós e pela maior parte do mercado) que impulsionaram a tese *top-down* de convergência de retorno.

A parte boa dessa história é que a performance da ação foi uma das melhores do mercado, subindo 73% no ano. O lado negativo é que atualmente nosso investimento comporta uma margem de segurança bem menor para cenários menos favoráveis.

Tecnisa

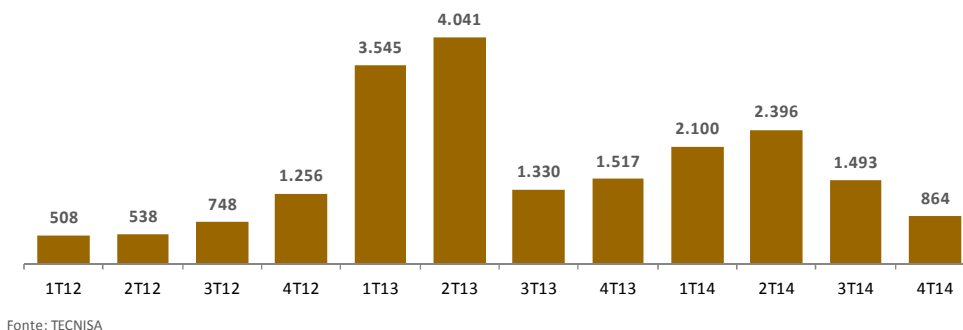
Entre as contribuições negativas para o fundo, tivemos 3 destaques: Tecnisa, Dasa e Petrobras.

Conforme comentamos na carta do final do ano passado, a Tecnisa começou o ano de 2012 revisando os orçamentos das obras de Brasília, praça onde operava com um parceiro construtor. Pensávamos que se tratava de um caso isolado, mas o descontrole de custos nas obras de outros parceiros e, inclusive, em alguns casos em suas obras próprias nos surpreendeu negativamente.

Com forte presença em São Paulo, antes do *IPO* e com um controlador alinhado, a Tecnisa acabou agindo como algumas outras empresas do setor (após o boom do *IPO*) e cresceu de forma acelerada, partindo para regiões que não dominava e sem os devidos controles sobre os parceiros (desconhecidos).

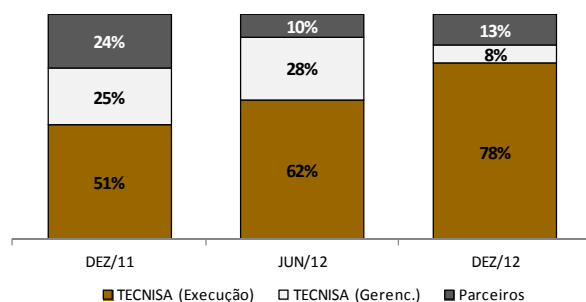
Após revisões de orçamento em várias obras no 4T11 e no 2T12, a empresa, no 3T12, ainda aumentou as provisões para indenizações a clientes por atraso na entrega dos apartamentos e reconheceu perdas de resultado pela implementação, ainda em 2007, de um módulo de contas a receber que tinha pouca aderência entre os fluxos financeiros e os registrados na contabilidade. Com todas essas revisões, o Patrimônio Líquido da companhia caiu 11,1% em relação ao valor do 3T11, período anterior ao dos processos de revisão de orçamento. Novas revisões de orçamento ainda são esperadas para o resultado do 4T12, principalmente porque ainda restam 6 obras operadas por parceiros que foram assumidas apenas no final de 2012. O compromisso da companhia é encerrar esse processo de revisão de orçamento de obras nos resultados do ano de 2012. Como praticamente a totalidade das obras em atraso daquela safra problemática de 2007 e 2008 serão entregues até o 2T13 (conforme podemos ver na tabela abaixo de cronograma de entregas previsto), acreditamos que a administração já possui uma visão muito clara dessas obras para reorçá-las da maneira mais correta. Também acreditamos que os reorçamentos devem conter premissas bem mais conservadoras para que novas provisões e revisões não venham a ocorrer.

Entrega de Obras - Unidades (Assembleia de Condomínio)



Apesar de termos ficado bastante decepcionados com o descontrole apresentado na execução dessa primeira leva de projetos após o forte crescimento de lançamentos das incorporadoras listadas em 2007, ainda permanecemos com nossa posição em Tecnisa. As ações caíram 17% em 2012 e precipitam hoje um cenário bem negativo para o próximo ciclo de projetos que acreditamos que será bem mais rentável do que o último. Para 2013 e 2014, com os inúmeros projetos a serem entregues, a entrada de caixa na companhia promete ser significativa. Além disso, após essa frustrada estratégia de diversificação geográfica iniciada em 2007, a empresa decidiu focar em praças nas quais conseguiu construir uma equipe própria ou naquelas onde encontrou parceiros que se mostraram competentes e confiáveis. Ao longo do ano de 2012, a empresa reduziu de forma importante o número de obras operadas por parceiros, conforme podemos observar na tabela abaixo.

Canteiros de Obra



Ainda em 2012, a companhia decidiu revisar suas ambições estratégicas e reduzir o tamanho de suas operações. Antes vislumbrava lançar mais de R\$ 3 bilhões por ano em VGV (Valor Geral de Vendas) e reduziu para cerca de R\$ 2 bilhões por ano, concentrando-se nas praças em que possui estrutura própria e com melhores controles (São Paulo - Capital, Região Metropolitana de São Paulo, Distrito Federal e Curitiba).

Neste início de 2013, a companhia obteve o alvará de aprovação junto à Prefeitura de São Paulo do maior projeto da sua história, o muito comentado Jardim das Perdizes (o antigo Projeto Telefônica). A empresa comprou o terreno em 2007 e desde então os preços de imóveis na região mais que duplicaram, tornando o projeto altamente lucrativo. Aos preços atuais da região, a parcela da Tecnisa no projeto (70%) equivale a R\$ 3,5 bilhões para serem lançados em 4 anos, o que representa mais de 40% do total de lançamentos dos próximos anos.

Vale ressaltar que, no final do ano de 2012, foi anunciada uma mudança na alíquota de imposto (Pis/Cofins, IR e CS), beneficiando as incorporadoras que operam em regime de patrimônio de afetação (ou RET- Regime Especial de Tributação). Para esses projetos, o imposto a ser pago cairá de 6% para 4%, um incremento direto de 2 pontos percentuais na margem líquida que tem oscilado entre 10% e 12% para a maioria das companhias do setor. A Tecnisa operava com mais de 60% dos seus projetos no regime RET e aproveitará tais benefícios nesses e em todos os novos projetos a serem lançados, que já nascerão enquadrados nessa modalidade. Além da Tecnisa, na carteira da Studio hoje, temos posição em Even e Cyrela, que também irão se beneficiar de forma significativa de tal medida.

DASA

A DASA passou a ser uma companhia de controle disperso desde a saída do antigo fundador, Caio Auriemo, e do fundo de *private equity* Patria em 2008. Desde então, as decisões passaram a ser tomadas por um grupo de fundos de investimentos que promoveu um extenso programa de corte de custos que, anos mais tarde, comprometeria a qualidade dos serviços e sua reputação junto à comunidade médica e à sociedade. Por isso, a partir de 2011, os ex-acionistas da empresa recém-adquirida pela DASA, a MD1, os Drs. Edson Bueno (ex-controlador da Amil) e Romeu Domingues (sócio fundador da rede CDPI) passaram a ditar as novas diretrizes estratégicas do maior laboratório do país. Para endereçar o problema de piora de qualidade dos serviços, a empresa teve que aumentar o número de funcionários e, de forma expressiva, a presença de médicos nas unidades de atendimento. Além disso, a DASA ainda investiu pesadamente para modernizar o parque de equipamentos das unidades, com máquinas para exames de

imagem mais modernas. Apesar de todo esse esforço que tem sacrificado as margens da companhia, a melhoria de percepção de qualidade junto à comunidade médica é ainda um processo lento.

Com toda essa reestruturação na empresa, que em nossa opinião ainda está distante de terminar, as margens de resultado foram muito comprimidas. Se de um lado os custos foram bastante elevados com contratação de novos profissionais para melhoria da qualidade, de outro, a receita foi impactada negativamente, com as alterações de *layout* das unidades e implantação de equipamentos que paralisaram por alguns dias o funcionamento de certos serviços. Além disso, a mudança e integração do *call center* também provocou uma instabilidade nos agendamento dos exames, o que contribuiu para o crescimento de receita decepcionante. Em 2013, será implementado o processo de integração nos sistemas de atendimento a clientes que pode vir a ser uma fonte de instabilidade importante.

Desconhecíamos o nível de degradação em que estavam as operações da companhia até 2010. A empresa foi construída a partir de uma série de aquisições, desde 2001. As empresas adquiridas tinham culturas e operações distintas e que não foram integradas. Após esse período, os fundos de investimentos cortaram custos em demasia, comprometendo a qualidade dos serviços prestados. O resultado foi uma empresa com reputação ruim dentro do mercado e com controles internos frágeis.

Outro fato que nos frustrou foi a constatação da fragilidade do posicionamento competitivo dos provedores de serviços de saúde (incluindo laboratórios de exames diagnósticos) frente às fontes pagadoras (em geral, planos de saúde). O atual cenário de grandes pressões inflacionárias de mão de obra e aluguéis, e a dificuldade de repasse de preços junto aos planos de saúde, têm levado à forte compressão das margens operacionais da companhia.

Apesar da queda das ações, a deterioração da lucratividade da companhia foi ainda maior. Acreditamos que os níveis de rentabilidade obtidos durante o período de gestão dos fundos não são sustentáveis e ainda há vários desafios no longo processo de reorganização das operações e busca de incremento de qualidade e melhor posicionamento junto à comunidade médica e sociedade. Hoje também temos uma visão mais negativa quanto ao posicionamento competitivo dos provedores de serviços de saúde, espremidos entre pressões inflacionárias de custo e a dificuldade de repasse de preço junto aos planos de saúde. Por tudo isso, resolvemos desinvestir em setembro de 2012.

Petrobras

Mesmo considerando o desempenho negativo das ações da Petrobras até então e nosso particular entusiasmo com o valor potencial dos ativos de Exploração e Produção (E&P) da companhia, concluímos, em agosto de 2011, que as perspectivas no horizonte visível não mais justificavam o investimento na empresa.

Além de os investimentos da área de abastecimento não terem potencial econômico compreensível, mesmo os projetos de produção *offshore* vêm apresentado dificuldades não antecipadas. A evolução da produção dos blocos do pré-sal tem mostrado bom desempenho; o problema é que as taxas de decaimento dos campos maduros têm mais do que compensado o incremento das novas áreas, frustrando recorrentemente todas as expectativas de produção de Petróleo no Brasil.

Apesar de conscientes das diversas dificuldades enfrentadas pela empresa, após um resultado especialmente muito ruim no 2T12, acreditamos, equivocadamente, que um conjunto de divulgações e acontecimentos esperados para os últimos meses de 2012 poderiam ser suficientes para sinalizar uma reversão na dinâmica de resultados negativos da companhia.

Após analisar os números reportados no 2T12, avaliamos que a exclusão dos “não recorrentes” poderia elevar o EBITDA trimestral em aproximadamente R\$ 5,5 bilhões (de R\$ 10,5 bi para R\$ 16 bi). O incremento de geração de caixa operacional poderia ser potencializado pelo anúncio de um aumento no preço dos combustíveis motivado por uma precária situação da companhia. Se nossas expectativas fossem confirmadas, naquele momento a Petrobras estaria negociando, potencialmente, a 6.7x o lucro anualizado do 4T12, ou mais de 20% de desconto para os principais comparáveis internacionais. Com esse pano de fundo, voltamos a montar uma pequena posição na ação.

Lamentavelmente, nossas expectativas foram frustradas novamente. Os “não recorrentes” não desapareceram por completo e o aumento de preço não foi concedido. Decidimos desfazer a posição em sua totalidade quando presumimos que o espaço na inflação, perseguido pelo governo para aprovar o aumento de preço de combustíveis,

passaria a ser menor do que o esperado. O baixo nível dos reservatórios das hidrelétricas e, conseqüentemente, elevada utilização das geradoras térmicas atenuará o efeito de queda da tarifa elétrica na inflação esperada para o ano de 2013.

Um aumento de preço foi concedido no dia 31 de janeiro e, apesar de positivo, não foi suficiente para alcançar os preços internacionais. Mais uma vez, a dimensão do incremento nos preços reforçou a percepção de que enquanto o governo tiver que escolher entre maior pressão inflacionária ou prejuízos para Petrobras, a companhia sairá sempre prejudicada.

Conclusão

De maneira recorrente, reforçamos nosso foco nos fundamentos das companhias e na busca por boas oportunidades de investimentos, com relação atrativa de retorno x risco. Após a expressiva queda de juros ocorrida no ano passado, acreditamos que em 2013 o foco no desempenho operacional das empresas ganhará ainda mais relevância.

Nesse contexto, estamos bem preparados para seguir buscando oportunidades diferenciadas no mercado acionário.

Agradecemos pela confiança e desejamos um bom 2013 para todos.

Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
	Ibovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	Studio FIC FIA	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61
	Ibovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04
2011	Studio FIC FIA	-2.19	-1.12	3.52	0.01	1.27	-2.30	-3.82	-2.97	-2.28	6.00	-2.02	4.67	-1.79	33.17
	Ibovespa	-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49	-2.51	-0.21	-18.11	-16.44
2012	Studio FIC FIA	5.42	6.14	0.43	-0.44	-4.22	0.55	1.05	2.94	2.61	-0.93	1.42	2.98	18.99	58.46
	Ibovespa	11.13	4.34	-1.98	-4.17	-11.86	-0.25	3.21	1.72	3.70	-3.56	0.71	6.05	7.40	-10.26

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 358.4 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 126

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 536

*** Atualizado até 31/12/2012

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação :	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate :	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livres
Informações Bancárias:	Fundo fechado para aplicações

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	19%
Consumo	18%
Energia Elétrica	9%
Siderurgia	7%
Construção	7%
Telecom	5%
Transporte	4%
Petroleo	4%
Industrial	3%
Educação	3%
Mineração	0.2%
	79%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	3%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	39%
> R\$10 bi	37%
	79%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	0%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	30%
> R\$20 mm	49%
	79%

*Dados atualizados em 31-dez-2012

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.

CNPJ: 11.006.650/0001-60

Av. Niemeyer 2, Sala 103

Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450-220

www.studioinvest.com.br

contato@studioinvest.com.br

Tel: (21) 3554-0600

Fax: (21) 3554-0606

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

CNPJ: 02.201.501/0001-61

Av. Presidente Wilson 231, 11º andar

Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030-905

www.bnymellon.com.br/sf

SAC: sac@bnymellon.com.br

ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Esse fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. 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 créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Esse fundo tem menos de 12 (doze) meses e, para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.