

NEM TUDO O QUE RELUZ É OURO

Há um antigo ditado americano que diz: “Why dig for gold – just make and sell shovels”¹

No fim do século XIX, após a descoberta de ouro na Califórnia, houve uma migração em massa para a região. Ao contrário de outros sítios de ouro no mundo, o metal se encontrava muito perto da superfície, podendo ser alcançado apenas com ferramentas simples e vontade de trabalhar. Além disso, como o estado tinha acabado de ser anexado aos Estados Unidos, suas leis e instituições ainda não haviam sido estabelecidas e o ouro era de quem o encontrasse primeiro. Era o mais próximo do que podemos chegar de um verdadeiro *free market*.

A intensificação das buscas inundava as cidades com garimpeiros atrás de um sonho, mas apenas os primeiros, mais sortudos e corajosos, conseguiram acumular alguma riqueza. O ouro de fácil acesso foi rapidamente exaurido, embora o sonho não fosse facilmente esquecido. Novas áreas mais desafiadoras e com menos abundância do metal continuaram a ser procuradas.

Enquanto isso, produtos e serviços periféricos, com oferta mais restrita, foram se tornando cada vez mais importantes. Diversos itens básicos, como água e ferramentas, subiam rapidamente de preço. Alguns empreendedores aproveitaram a oportunidade de suprir as necessidades da população que surgia na região, tendo deixado negócios tão relevantes que continuam existindo até hoje. Empresas como Levi’s (vendendo jeans com alta durabilidade e bolsos para ferramentas) e Wells Fargo (serviços financeiros) foram criadas nesse período.

No Brasil, mais especificamente em Ouro Preto, tivemos nossa corrida do ouro. A descoberta naquela região também criou uma odisséia histórica que acabou da maneira mais irônica possível: os garimpeiros morriam de fome com seus bolsos cheios de ouro.

A CORRIDA AOS TERRENOS

O mercado para IPOs das incorporadoras estava extremamente aquecido entre 2005 e o começo de 2008. Neste período, mais de 20 empresas abriram capital na Bolsa, levantando quase R\$20bn em ofertas primárias, e a expectativa de crescimento das quatro maiores empresas do setor - Cyrela, Gafisa, PDG e MRV - implicava em multiplicar o faturamento desse grupo por quase 5x, saindo de apenas R\$3,7bn em 2007 para cerca de R\$17bn em 2011. As fortes expectativas, baseadas na inovação da alienação fiduciária, na queda de juros e no enorme déficit habitacional do país, pareciam um tanto irrealistas para os mais céticos.

Após quatro anos, os otimistas se mostraram corretos. De fato, o Brasil testemunhou um crescimento explosivo do mercado imobiliário. A expectativa é que essas quatro empresas faturem mais de R\$20bn em 2011, valor acima do esperado à época. Apesar disso, nenhuma ação dessas companhias apresentou desempenho melhor que o CDI desde 20/07/2007 (data do IPO da MRV -

¹ - “Porque cavar por ouro – apenas produza e venda ferramentas”

última empresa desse grupo a ser listada) até o final de 2011. A MRV foi a empresa com melhor desempenho no mercado de ações neste período, com valorização de 6% ao ano, e a Gafisa a pior, perdendo no total 72% do seu valor. No caso da maioria das empresas menores essa conta é ainda pior. Várias delas ficaram no meio do caminho, sendo incorporadas a preços significativamente mais baixos que as cotações que vieram a mercado.

Isto ocorreu apesar de toda a intervenção do governo, que atuou fortemente no setor no meio da crise criando incentivos como o programa “Minha Casa, Minha Vida”, lançado em 2009. Este programa, por sinal, demonstrou como a expectativa muitas vezes é diferente da realidade. A ideia de “demanda garantida”, em um primeiro momento, gerou a esperança de um investimento de baixo risco. Mas a realidade se mostrou bastante diferente, com a inflação de terrenos e os custos de construção afetando de maneira significativa a margem e o retorno das empresas, além dos desafios constantes de tentar superar a burocracia da Caixa Econômica Federal.

Apesar do mercado imobiliário não ter gerado valor para grande parte dos investidores, o aumento do investimento no setor foi extremamente importante para o país, possibilitando o acesso a novas moradias para muitas pessoas e gerando renda para os trabalhadores.

O “BRASIL-SAPO” VIROU PRÍNCIPE

O momento vivido pelo mercado de capitais no Brasil nos últimos anos possui algumas características de uma “corrida do ouro”. Se por um lado vai atrair capital em excesso e gerar um aumento substancial da competição para alguns setores (vide nosso exemplo de *real estate*), por outro lado cria grandes vencedores e contribui para a formação de uma geração de empreendedores, que no passado não tinham tantas alternativas de financiamento.

O caso da Hering é emblemático no lado vencedor. Até 2006, a empresa sofria com um endividamento excessivo que não permitia os investimentos necessários para um novo reposicionamento. Era uma empresa de R\$200-300mn de valor de mercado, reprimida pela falta de capital, que conseguiu se financiar em uma oferta pública de ações após sua migração para o Novo Mercado. Nenhuma outra fonte de capital seria possível. Após investir esses recursos em sua operação, transformou-se em uma das empresas mais admiradas do país e gerou uma quantidade enorme de valor, atingindo atualmente cerca de R\$7bn em valor de mercado.

Crescimento econômico, capital abundante, boa governança e fortes instituições geram muitas oportunidades, mas os bons resultados não estão disponíveis para todos. Nesses momentos de euforia, o capital não é alocado de forma eficiente e costuma ser empregado sem grande discricionariedade.

As multinacionais, com seus grandes mercados já estagnados, precisam justificar aos seus acionistas uma atitude mais ativa na busca por crescimento. O Brasil, apesar de seus problemas estruturais, possui instituições e regras mais claras do que seus pares emergentes. Com um enorme mercado consumidor, naturalmente se transformou em um grande alvo e, para completar, a capacidade do BNDES e de novos fundos de *private equity* como provedores de capital parece “infinita”.

A abundância de capital costuma diminuir os retornos marginais e dificulta a criação de valor, principalmente quando não existe um grande diferencial competitivo. Apesar disso, é difícil encontrar projeções de analistas que incorporem margens decrescentes como consequência de uma maior competição, que deve se materializar no longo prazo. Isso sem contar que as margens no Brasil já são as mais altas do mundo em grande parte dos setores, e os nossos produtos, os mais caros.

O exemplo dos garimpeiros já nos ensinou que não basta correr para o mesmo destino que todos, usando as mesmas ferramentas. O pote de ouro não parece estar disponível para todos, quando todos caminham para o mesmo lugar.

O ANO DE 2011 E PERSPECTIVAS

Apesar do Brasil ter virado príncipe, avançamos pouco em termos institucionais nos últimos anos. Vista de cima, a ponte parece pronta e segura, mas os alicerces ainda estão frágeis. Não são poucos os obstáculos para um crescimento alto e sustentável. O que vimos nos últimos anos pode ter sido derivado, em grande parte, do boom de commodities causado pela China.

O ano de 2011 é bem ilustrativo. Tivemos escassez de mão-de-obra em praticamente todos os setores da economia (em especial no setor de construção), dificuldades logísticas, pressão de preços administrados devido à alta do IGP-M, entre outros. Depois de dois anos atípicos (2009 de estagnação e 2010 de crescimento muito elevado), o ano de 2011 mostrou que nossa realidade atual continua sendo de crescimento apenas moderado.

As altas expectativas do início do ano passado levaram empresas e consumidores a investirem em suas operações e se endividarem. Esse cenário de pressão de custos e demanda mais fraca que o projetado, somado ao ambiente desafiador na Europa e incertezas com relação ao crescimento das economias dos EUA e da China, acarretou em resultados abaixo do esperado para as empresas no Brasil. De maneira geral, investidores fugiram dos casos mais heterodoxos e reduziram seu apetite a risco, premiando ações de empresas estáveis, com forte posição competitiva e alta exposição ao consumo no Brasil. Nos chama atenção, por exemplo, que a Hering possui hoje praticamente o mesmo valor de mercado da Abercrombie & Fitch.

O ano que se inicia apresenta expectativas de crescimento e margens mais baixas do que no começo de 2011. Além disso, o afrouxamento da política monetária e a expansão dos gastos do governo podem implicar em uma aceleração significativa na segunda metade de 2012. Somando-se o fato que as empresas estão mais cautelosas em relação a seus custos internos, os resultados deste ano tendem a ser melhores que o ano passado, podendo implicar em revisões para cima dos lucros projetados. Mesmo nesse caso, a maior parte das ações relacionadas ao mercado doméstico continuaria negociando com prêmios significantes para o que achamos razoável. Isso decorre, principalmente, por acreditarmos que riscos importantes continuam existindo, como o cenário para inflação em 2013, as incertezas relacionadas à Europa e, no médio prazo, o efeito de maior competição dado o excesso de capital entrando no País.

A estratégia para esse ano inicia-se muito parecida com a do ano passado. Nossas principais posições continuam concentradas nos grandes bancos e nas empresas adquirentes de cartão de crédito que negociam com bastante desconto em relação ao mercado local. Nos setores mais expostos a competição, temos focado nossa atenção naquelas empresas que o mercado já antecipou essa nova tendência e cujas ações já tiveram correções relevantes e apresentaram bons pontos de entrada. Para completar, continuamos balanceando algumas oportunidades com bom potencial de retorno, mas com risco um pouco mais elevado, com nossa posição de caixa.

ATMOS AÇÕES FIC FIA

Janeiro 2012



A Atmos Capital foi fundada em julho de 2009 e tem como sócios: Bruno Levacov, Lucas Bielawski, David Kaddoum, João Salarini, Fabiana Gelband e Bruno Campos. O objetivo do Atmos Ações FIC FIA é gerar rendimentos superiores à taxa de juros de longo prazo a partir de investimentos realizados predominantemente no mercado de ações do Brasil. O fundo é voltado para investidores qualificados, conforme regulamentação expedida pela CVM.

PERFORMANCE HISTÓRICA

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out*	Nov	Dez	Acum
2009	Atmos Ações										-0,04%	5,91%	5,74%	11,95%
	Ibovespa										-7,73%	8,94%	2,30%	2,83%
2010	Atmos Ações	-1,40%	1,42%	1,65%	0,07%	0,16%	1,67%	6,52%	0,15%	5,31%	4,13%	1,83%	0,66%	24,23%
	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%	1,05%
2011	Atmos Ações	-2,26%	2,42%	4,07%	0,37%	-0,12%	-0,60%	-2,26%	-2,80%	0,04%	3,63%	0,30%	3,76%	6,42%
	Ibovespa	-3,94%	1,21%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	-18,11%
2012	Atmos Ações	4,40%												4,40%
	Ibovespa	11,13%												11,13%

		Atmos Ações	Ibovespa	IPCA+6%
Desde o início*	Rentabilidade	54,51%	-5,44%	30,87%
	Volatilidade	11,40%	22,99%	-
Últimos 12 meses	Rentabilidade	13,67%	-5,26%	12,66%
	Volatilidade	13,21%	24,68%	-

	PL	R\$
PL Atual / PL Médio - FIC FIA**		129,4 MM / 85,0 MM
PL Atual / PL Médio - Master FIA**		147,2 MM / 99,3 MM
PL Total Administrado***		342,0 MM

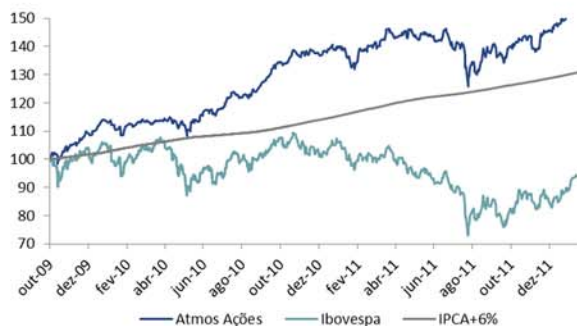
**PL médio dos últimos 12 meses

***M aster, FIA e exclusivos e fundo espelho para investidores estrangeiros

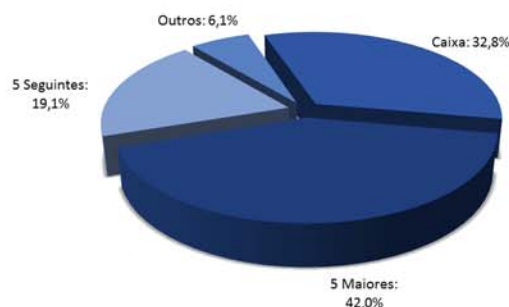
Obs: Histórico de rentabilidade em R\$, líquido de taxas. Cálculo de volatilidade e apenas para dias de pregão.

*Início do fundo: 15/10/2009

GRÁFICO DA PERFORMANCE



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



PORTFOLIO

Composição Setorial	% Patrimônio
Alimentos e Bebidas	0,1%
Commodities	9,6%
Consumo e Varejo	16,4%
Energia Elétrica	3,4%
Financeiros diversos	32,5%
Imobiliário	0,0%
Logística	0,0%
Saúde	5,2%
Tecnologia e Telecomunicações	0,0%
Caixa	32,8%
Total	100,0%

Valor de Mercado	% Parcela em Ações
Pequeno (abaixo de R\$1 bi)	0%
Médio (de R\$1 a R\$10 bi)	33%
Grande (acima de R\$10 bi)	67%

Liquidez	% PL
Caixa	33%
≥ 10 MM	50%
3 MM a 10 MM	13%
1 MM a 3 MM	5%
< 1 MM	0%

Obs: média do volume diário dos últimos 20 dias

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Data de Início:	15/10/2009
Aplicação Mínima:	R\$ 50.000,00
Movimentação Mínima:	R\$ 10.000,00
Saldo Mínimo:	R\$ 20.000,00
Aplicação (até 14hrs):	Cotização em D+1
Resgate (até 14hrs):	Cotização em D+10 (úteis) e liquidação em D+13 (úteis) da solicitação ou cotização em D+1 com taxa de saída de 10%
Tributação:	IR de 15% sobre ganhos nominais

Taxa de Administração: 2,0% a.a.⁽¹⁾ sobre o PL do fundo
Taxa de Performance: 10% sobre o que exceder IPCA + 6% pago anualmente, com marca d'água

Gestor: Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.
Adm/Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros S.A.⁽²⁾
Custodiante: Banco Bradesco S.A.
Auditor: KPMG Auditores Independentes

Categoria Anbid: Ações Livre
Bloomberg: ATMOSAC <BZ> <Equity>
CNPJ do Fundo: 11.145.320 / 0001-56
Dados Bancários: Bradesco | Ag 2856-8 | C/C 613.476-9

Para mais informações, favor contactar: faleconosco@atmoscapital.com.br Tel / Fax +55 21 2025-1800 www.atmoscapital.com.br

⁽¹⁾ 1,85% aa sobre o PL do fundo FIC + 0,15% aa sobre o PL do fundo Master. Taxa de adm. máxima: 2,35%aa. A taxa de adm. máx. compreende a taxa de adm mín. e o percentual máx. que a política do fundo admite despendido em razão das txs de adm. dos fundos investidos.
⁽²⁾ Contato Administração/Distribuição: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av. Pres. Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro - RJ. CEP 20030-905. www.bnymellon.com.br/sf. SAC: sac@bnymellon.com.br (21) 3219-2600 ou 0800 725 3219. Ouidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219. A utilização do Ibovespa como indicador é mera referência econômica e não parâmetro ou objetivo do fundo. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações constantes deste relatório têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas. Esse relatório é de uso exclusivo pelos seus destinatários. A Atmos Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas. As informações contidas neste documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da Atmos Capital. A exposição a risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.

