

Prezados investidores,

No 2º trimestre de 2019, o BC FIA acumulou alta de 9,6%, enquanto o Ibovespa subiu 5,8%. Em 2019, o Fundo acumula alta de 22,8%, enquanto o Ibovespa subiu 14,9%.

Retornos BC FIA					
	2T19	12M	24M	36M	Início*
BC FIA	9,6%	48,8%	63,5%	105,2%	1.243,4%
IGPM+6%	3,7%	12,9%	27,7%	34,7%	239,0%

Retornos BC 30 FIA					
	2T19	12M	24M	36M	Início**
BC 30 FIA	9,8%	49,7%	67,8%	109,5%	174,8%
IBOV	5,8%	40,7%	60,5%	101,9%	73,8%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Janelas referentes ao fechamento de jun/19

* Início do Fundo BC FIA: 13/10/2008

** Início do Fundo BC 30 FIA: 27/08/2012

Durante o 2º trimestre de 2019, o mercado de capitais brasileiro oscilou entre otimismo e pessimismo em função de notícias relacionadas à (i) reforma da Previdência; (ii) decepção em relação ao crescimento do PIB; e (iii) início potencial de um novo ciclo de queda de juros. Entendemos ter pouco a agregar em relação à aprovação da reforma da Previdência, mas, certamente, a probabilidade de um desfecho positivo aumentou ao longo do trimestre, como apontaram a Eurasia e outras consultorias renomadas. Mais importante do que sua aprovação é o impacto fiscal que uma reforma superior a R\$ 800 bilhões de economia em 10 anos pode gerar, com possível choque positivo nas expectativas, atraindo investimentos, gerando empregos e destravando o consumo reprimido.

A curva de juros também variou sensivelmente nas últimas semanas. O tema é bastante relevante pois uma Selic ao redor de 5,0% ao ano aceleraria o crescimento de lucros das empresas nos próximos trimestres. De um lado, as companhias passariam a ter acesso a recursos mais baratos e de longo prazo, o que incentiva a alocação inteligente de capital. Por outro, investidores passariam a considerar investimentos mais sofisticados com o objetivo de aumentar seus rendimentos.

Considerando uma Taxa Selic média de 5,0% para 2020 (versus 5,75% do Estimado Focus), nosso portfólio negocia a 14,4x o lucro de 2020, contra 16,5x historicamente (portanto, descontado).

Indicadores	2018	2019E	2020E	2021E
Preço/Lucro	23,2x	18,5x	14,4x	12,1x
Div Yield	1,6%	2,4%	2,9%	3,6%
Cresc. Lucro Líquido	6,5%	16,8%	29,7%	20,9%

Fonte: Brasil Capital

Na tabela abaixo, verificamos que, considerando apenas a convergência para o múltiplo Preço/Lucro futuro histórico médio somado aos dividendos, o portfólio apresenta potencial de valorização de cerca de 15,8% em 2019 e 40,5% até o fim de 2020. Permanecemos assim, construtivos em relação ao potencial de nosso portfólio.

Preço/Lucro Futuro Histórico Médio = 16,5x	
Valorização Est. = Convergência Múltiplo P/L Futuro + Dividendos	
6 meses	14,6% + 1,2%* = 15,8%
18 meses	36,4%* + 4,1%** = 40,5%

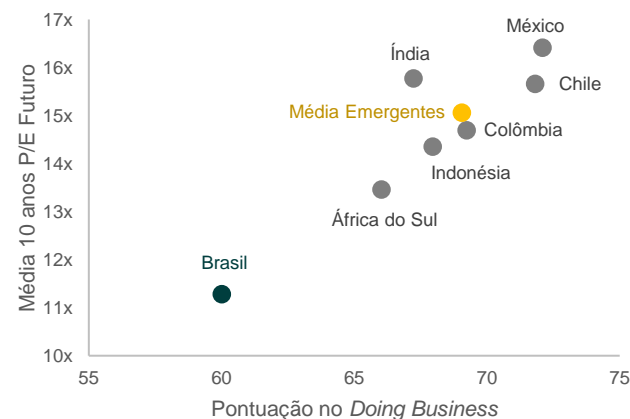
Fonte: Brasil Capital

* $16,5 / 14,4 - 1 = 14,6\%$ e $2,4\% / 2 = 1,2\%$

** $16,5 / 12,1 - 1 = 36,4\%$ e $2,4\% / 2 + 2,9\% = 4,1\%$

Ainda em relação ao múltiplo Preço/Lucro futuro, verificamos no gráfico a seguir que o Brasil ainda apresenta desconto relevante em comparação a outros países emergentes. Considerando que o P/L futuro médio de 11,3x da bolsa brasileira possa convergir para o múltiplo médio dos países listados abaixo (em torno de 15,1x), o potencial de valorização seria superior a 33%.

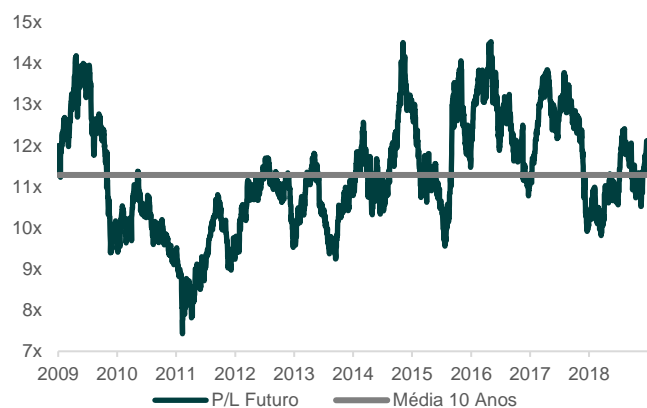
Média 10 anos de P/L Futuro Brasil e Países Emergentes versus Pontuação no Doing Business



Fonte: Brasil Capital, Bloomberg e Banco Mundial

Vale mencionar que a bolsa brasileira já negociou em patamares próximos desse múltiplo no passado, ainda que circunstancialmente, conforme mostrado no gráfico a seguir.

Brasil: P/L Futuro e Média 10 anos



Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

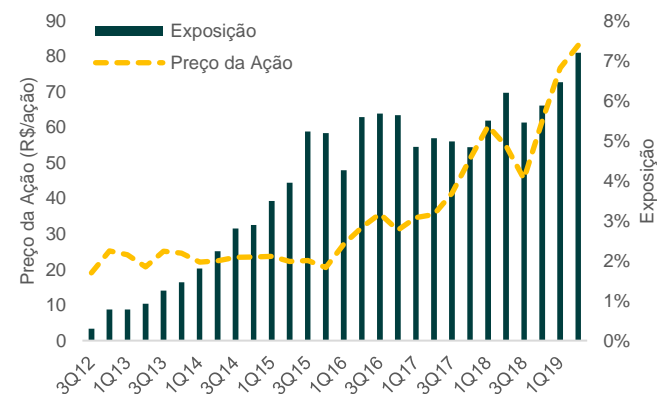
Desinvestimento Comgás

Em 4 de junho de 2019, a Cosan, através de uma OPA¹ de fechamento de capital, adquiriu a totalidade das ações de Comgás pertencentes aos fundos da Brasil Capital por R\$ 83,16/ação. Assim, aproveitamos para relembrar a história deste investimento que se iniciou em agosto de 2012, teve duração de quase 7 anos, e apresentou uma taxa interna de retorno para o fundo de 17% ao ano.

A Comgás é a maior distribuidora de gás canalizado do Brasil, possuindo uma concessão (monopólio natural) com duração até 2049 no Estado de São Paulo. Apesar da concessão ter iniciado há cerca de 20 anos, a empresa ainda possui um grande potencial de crescimento, sendo que é um ativo único e com perspectiva de estar em 177 cidades do Estado de São Paulo, a região mais rica do país e que representa cerca de 27% do PIB nacional.

Acompanhávamos a Comgás desde 2010, contudo, apesar da qualidade do ativo e do grande potencial, não víamos na gestão anterior capacidade de geração de valor relevante. Nesse sentido, a entrada do grupo Cosan no controle da companhia em 2012 foi um gatilho importante para iniciarmos o investimento na empresa. Naquela época, as ações da Comgás negociavam a cerca de R\$16-17/ação, o que entendíamos ser um preço atrativo e com margem de segurança.

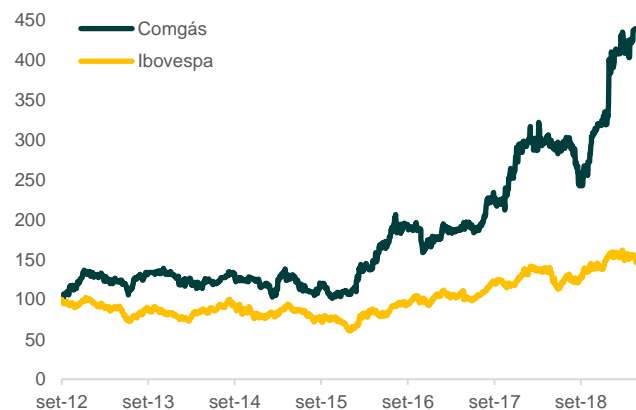
Exposição da Brasil Capital em Comgás



Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Ao longo dos 7 anos, o retorno anualizado entregue pela Comgás foi fruto da boa alocação de capital em crescimento da rede de clientes, além de vários projetos internos de melhorias de eficiência e custo. Propiciaram esse crescimento projetos de saturação da rede, em que a companhia buscou capturar mais clientes dentro da área de atuação, bem como avançar em outras cidades ricas em clientes comerciais e residenciais, mas que careciam em infraestrutura. Nesse período, tivemos mais de 400 interações com stakeholders da companhia, incluindo executivos, ex-diretores, membros do Conselho Administrativo, fornecedores, clientes e reguladores.

Performance Comgás vs Ibovespa (Set/12 = 100)



Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Apesar de termos desinvestido da Comgás, ainda acreditamos que o potencial de crescimento e geração de valor é bastante relevante, e continuaremos com exposição à empresa via nossa posição em Cosan, visto que a Comgás ainda representará cerca de 35% do lucro operacional do grupo.

¹ OPA: Oferta pública de aquisição de ações

Fusão Aliansce e Sonae Sierra

No dia 04 de julho de 2018, a Aliansce comunicou via Fato Relevante que estava em tratativas preliminares com a Sonae Sierra Brasil para uma potencial combinação de seus negócios. Na época, o mercado passava por um momento turbulento com a indefinição das eleições presidenciais e as ações da Aliansce estavam sendo negociadas a R\$15/ação. Um ano depois, o papel acumula alta de 60%, o país vive um momento de menor incerteza e, após longo período de negociações, a fusão entre as duas empresas foi finalmente anunciada, criando o 2º maior grupo de shopping centers do Brasil em termos de ABL².

Aproveitaremos o espaço da carta para atualizar nossa visão sobre essa transação, bem como as perspectivas para nova empresa no médio/longo prazo. Para aqueles que desejam uma visão mais detalhada do *case*, pedimos que voltem para nossa carta do 3º trimestre de 2017 ([link](#)), onde exploramos os pilares iniciais do investimento na Aliansce (válidos até hoje).

Quando investimos inicialmente na Aliansce, enxergávamos uma companhia com ativos de qualidade, *management* competente e alinhado, e um *valuation* bastante atrativo, considerando o já baixo nível de resultados decorrente da crise que o país vivia. Os principais fatores de risco eram a alavancagem financeira, que na época era a mais alta do setor, a alta exposição ao Rio de Janeiro (símbolo da crise do país) e a liquidez restrita das ações, o que limitava o universo de potenciais investidores da companhia. Entretanto, tínhamos razoável convicção de que com o tempo esses três pontos seriam endereçados. A alavancagem cairia com o resultado do trabalho interno que o time estava executando nas 4 linhas do DRE (receita, custos, resultado financeiro e imposto). O incômodo com a alta exposição ao Rio de Janeiro seria em algum momento superado tendo em vista a qualidade dos ativos no Estado (dentro os melhores do portfólio) e a base de resultados que já estava em patamar bastante deprimido. Por fim, a melhoria da liquidez das ações, como vimos por diversas vezes ao longo dos últimos 10 anos em diferentes casos de investimento, aumentaria com a entrega consistente de resultados, que vislumbrávamos para Aliansce quando fizemos o investimento.

Mesmo confortáveis com cada um dos pontos e seus futuros desdobramentos, sabíamos que um movimento estratégico aquisição/fusão poderia acelerar o processo. Apesar de não considerarmos isso nos nossos números, era evidente que o setor de Shoppings ainda

era extremamente fragmentado no Brasil e que qualquer movimento de consolidação, colocaria a empresa em posição de destaque.

Acreditamos que a fusão anunciada pela Aliansce e pela Sonae Sierra Brasil no último dia 06 de junho não só acelera a concretização da nossa tese de investimento, mas também dá início a um novo ciclo de consolidação do setor.

Primeiramente, do lado qualitativo, a nova empresa ganha escala considerável, o que fortalece seu poder de barganha na negociação com lojistas e fornecedores. Segundo, diversifica sua presença regional, aumentando a exposição ao Estado de São Paulo, o que confere maior estabilidade e previsibilidade ao seu negócio. Terceiro, diminui a alavancagem consolidada, possibilitando novos movimentos estratégicos no curto prazo para aproveitar o momento econômico e setorial. Quarto, aumenta a liquidez das ações com a criação de uma companhia de R\$7,2 bilhões de valor de mercado. Por último, Aliansce e Sonae, individualmente, estão entre as empresas que mais crescem no setor atualmente e, portanto, a fusão cria o *player* com o melhor perfil de crescimento de resultados entre as 4 empresas listadas.

Olhando o mérito financeiro da transação, há inicialmente sinergias que compreendem -R\$62,5 milhões (média do intervalo de R\$55,0 milhões a R\$70,0 milhões divulgado no fato relevante, equivalente a 10% do EBITDA 2019). Aproximadamente metade disso vem da parte de custos e despesas (primordialmente gerais e administrativas) e o restante de sinergias de receita a partir da melhor precificação de aluguéis, tendo em vista o maior poder de barganha e visibilidade sobre o aluguel pago por lojistas semelhantes localizados em shoppings da Aliansce e da Sonae Sierra. Além disso, existe um trabalho que pode ser feito na parte de *liability management* na nova companhia, incluindo a migração para dívida pós-fixada e a redução das taxas atuais das dívidas pré-fixadas. Por fim, apesar da boa performance da ação recentemente, ainda enxergamos a Aliansce com um desconto de 15,8% em termos de P/FFO³ para seus principais pares (Multiplan, Iguatemi e BR Malls), o que consideramos exagerado dado o porte e perfil de crescimento da nova empresa.

P/FFO	2020E	2021E
Multiplan	20,8	17,8
BR Malls	17,0	15,2
Iguatemi	18,3	16,7
Aliansce Sonae	15,7	13,1
Desconto	-15,8%	-20,8%

Fonte: Brasil Capital

² ABL: Área Bruta Locável

³ P/FFO: Price to Funds from Operations

Importante ressaltar o desafio de governança a que a transação estava sujeita. Eram dois acionistas de referência em cada uma das empresas (CPPIB e Renato Rique na Aliansce, e Alexander Otto e a Sonae Sierra do lado da Sonae Sierra Brasil) com seus respectivos interesses e demandas para que a operação fosse concluída. Tão relevante quanto isso foram as nomeações da nova diretoria da companhia, que apesar de considerar membros das duas empresas devido à natureza da transação, preservou, sob a liderança de Rafael Sales, os nomes mais importantes da Aliansce, fator primordial para o sucesso da nova companhia na nossa visão.

Mesmo com a alta recente das ações, talvez a relação entre risco e retorno do investimento seja melhor hoje do que na época em que investimos pela primeira vez na Aliansce. Como colocamos em nossa carta do 3º trimestre de 2017, na época enxergávamos um múltiplo de 14,2x P/FFO, olhando 12 meses à frente. Hoje enxergamos um múltiplo de 15,7x P/FFO. A diferença é que naquele momento, convivíamos com um juro real de 5,9% (NTN-B 2050), enquanto que hoje temos um juro real de 3,9%. Contamos agora com uma empresa com maior escala e poder de barganha, processos mais robustos, time de gestão sólido, perspectivas de negócios mais favoráveis e um ciclo de consolidação com potencial de gerar valor expressivo nos próximos anos. Continuamos com Aliansce (em breve Aliansce Sonae) como um dos principais investimentos do nosso portfólio.

Desempenho do Portfólio

Contribuições Positivas:

ALIANSCCE	+1,8%
ALUPAR	+1,3%
ENEVA	+1,2%

No trimestre, a Aliansce se destacou e foi a maior contribuição positiva para a carteira. Outros destaques foram Alupar e Eneva.

Alguns eventos explicam a performance positiva da Alupar: (i) entrada em operação da ETAP, projeto conquistado em 2016; (ii) emissão de licença de instalação de mais 1 projeto que permite a antecipação da entrada em operação do mesmo; (iii) potencial reequilíbrio e retomada do projeto de interligação Manaus-Boa Vista, da qual a companhia é detentora de 51%; (iv) iminente venda por parte do FI-FGTS de sua participação de 12% na empresa, o que deve aumentar a liquidez do ativo em bolsa; e (v) fechamento da curva de juros.

Já a performance da Eneva no trimestre é explicada por 3 fatores: (i) monetização do projeto de Azulão no Leilão de Sistemas isolados da Aneel no final de maio e o início de sua implantação ainda em junho (projeto que possui excelente retorno, superiores às expectativas do mercado e que potencialmente representam 20% do valor de mercado da empresa); (ii) aumento da liquidez da ação em bolsa com a oferta secundária realizada no início de abril; e (iii) fechamento da curva de juros. Continuamos a acreditar no potencial de geração de valor da empresa, que possui diversas opções de crescimento e *valuation* descontado com relação aos seus pares.

Contribuição Negativa:

CVC	-0,8%

A CVC, assim como no 1º trimestre de 2019, foi a única contribuição negativa no trimestre. A companhia vem sofrendo com um curto prazo desafiador, em função essencialmente da disfuncionalidade do mercado de transporte aéreo brasileiro gerada pela redução expressiva de oferta de voos domésticos, por conta das dificuldades financeiras enfrentadas pela Avianca Brasil. Acreditamos que as vantagens competitivas estruturais da empresa no mercado de viagens permanecem intactas, e que os desafios momentâneos que o segmento de lazer enfrenta deveriam acelerar a consolidação do setor.

Agradecemos a confiança.

Equipe Brasil Capital