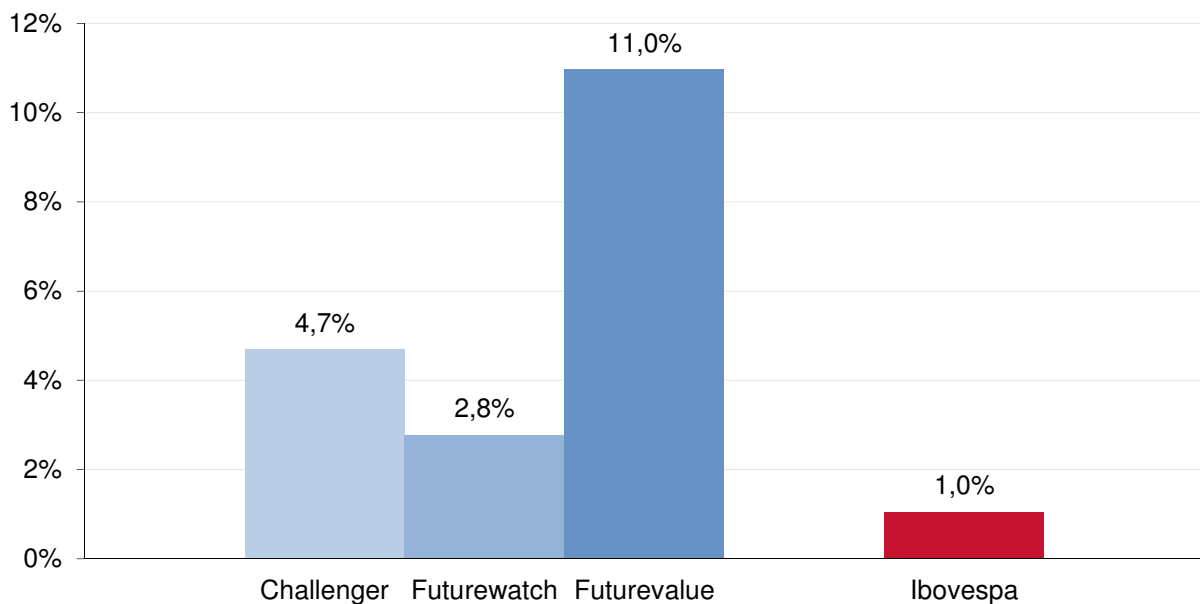


Frustrantes. Esta palavra define fielmente nossos resultados em 2010.

Se pudéssemos voltar no tempo, ao mês de dezembro de 2009, e os investidores soubessem que o ano de 2010 seria marcado pelo excelente desempenho das ações ligadas ao mercado doméstico, especialmente das *small caps*, muito provavelmente esperariam que 2010 seria “o ano perfeito para a FAMA” dado o nosso foco justamente nas *small caps* voltadas para o mercado doméstico. Mas não foi. Nossos resultados foram pífios, e muito aquém das nossas expectativas.

Este relatório busca discutir o que prejudicou os resultados e apresentar um pouco do que esperamos para o ano que se inicia.

Inicialmente, apresentamos abaixo o desempenho dos nossos três fundos: **Challenger** (*mid caps*); **Futurewatch** (*small caps*) e **Futurevalue** (*micro caps*). Como podemos notar no gráfico abaixo, os resultados ficaram ligeiramente acima do Ibovespa.



É importante ressaltar que nossos fundos não podem ser diretamente confrontados com o Ibovespa, devido a enorme diferença entre nossas ações e as que compõem o índice, especialmente no que tange ao tamanho e à liquidez das mesmas. E isso apenas reforça nossa insatisfação com os resultados.

	FAMA Challenger	FAMA Futurewatch	FAMA Futurevalue	Ibovespa
Perfil	Mid Cap	Small Cap	Micro Cap	
Valor de Mercado (Mediana)	R\$ 4,1 bilhões	R\$ 1,6 bilhão	R\$ 0,2 bilhão	R\$ 12,4 bilhões
Receita Líquida (Mediana - últimos 12 meses)	R\$ 2,0 bilhões	R\$ 0,8 bilhão	R\$ 0,2 bilhão	R\$ 9,0 bilhões
Liquidez (Volume mediano diário em 2010)	R\$ 5,1 milhões	R\$ 0,6 milhão	R\$ 0,1 milhão	R\$ 29,0 milhões
Liquidez das TOP 5 (Volume mediano diário em 2010)	R\$ 4,2 milhões	R\$ 1,1 milhão	R\$ 0,1 milhão	R\$ 371,2 milhões

Nota-se que as empresas que compõem o Ibovespa têm o triplo do valor de mercado das que compõem o **Challenger**, são oito vezes maiores que as do **Futurewatch** e sessenta vezes o tamanho médio das empresas que figuram no **Futurevalue**. Quando fazemos a comparação em relação à liquidez, continuamos observando uma grande diferença, que é acentuada quando isolamos as cinco maiores posições (“top 5”) de cada fundo e comparamos com as do Ibovespa.

Então, quais foram as principais razões que levaram à baixa performance dos fundos em 2010?

Para endereçar esta questão, dividimos a resposta em dois fatores principais, a saber:

- i. Caso Magnesita
- ii. Outros casos “transformacionais”

i. Caso Magnesita

A Magnesita é a maior posição do **Challenger** e também tem um peso representativo no **Futurewatch**.

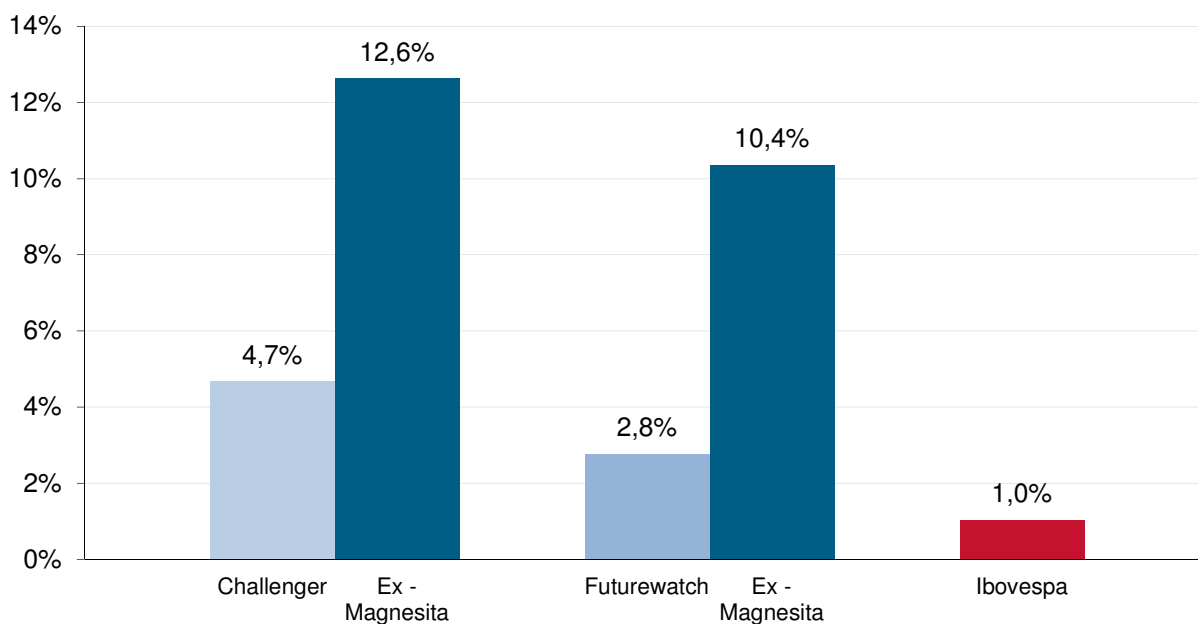
É importante colocar que atualmente possuímos apenas duas posições em comum (*overlap*) entre estes fundos, por tratarem-se de empresas que consideramos estarem em fase de transição de *small* para *mid caps* - são elas: M. Dias Branco e Magnesita.

A queda das ações da Magnesita em 2010 (-29,4%) exerceu forte impacto sobre ambos fundos, conforme podemos ver na tabela abaixo:

	Resultado 2010	Resultado ex - Magnesita
Challenger	4,7%	12,6%
Futurewatch	2,8%	10,4%
Ibovespa	1,0%	1,0%

Obs: Para o cálculo do Resultado ex-Magnesita distribuímos proporcionalmente os recursos investidos nas ações da empresa entre as demais posições do fundo.

Ou seja, expurgando o efeito de Magnesita, o retorno do **Futurewatch** teria sido de 10,4% no ano (ao invés de 2,8%), ao passo que o **Challenger** teria encerrado 2010 com resultado de 12,6%, ante 4,7% de fato auferidos.

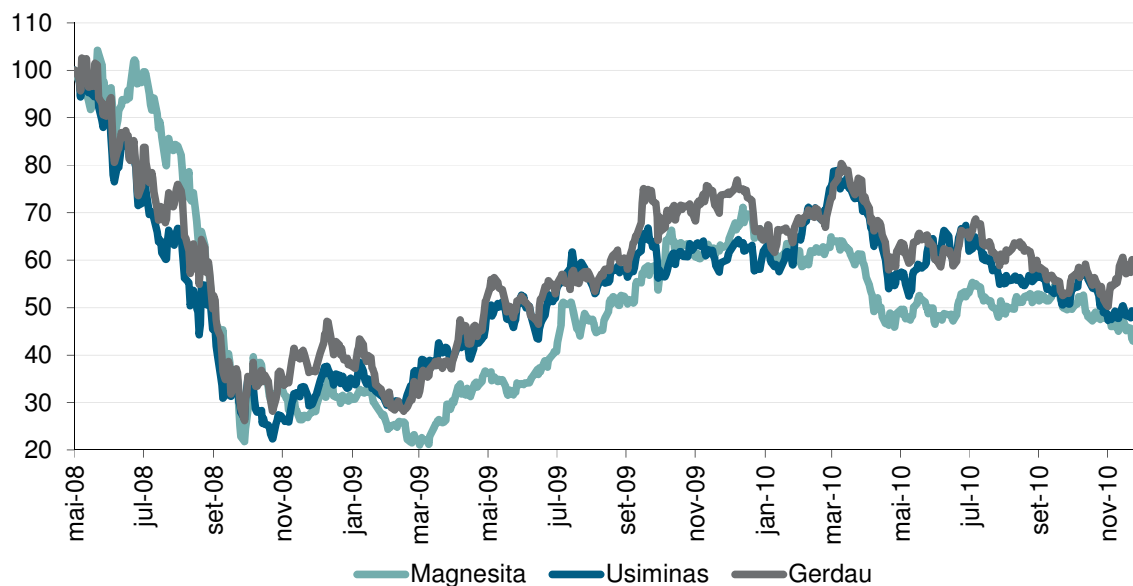


A FAMA Investimentos, através de seus fundos, é investidora da Magnesita desde 1997. Apesar dos bons resultados operacionais, até 2007, as ações da empresa tinham baixíssima liquidez e raros eram os investidores que a conheciam.

Em 2007, o controle foi adquirido pelo fundo de *private equity* da GP, que unificou as classes de ações, migrou a companhia para o Novo Mercado e manteve-a listada. Desde então, a liquidez aumentou um pouco, mas pelo fato da empresa não ter passado por um processo formal de “IPO”, a maioria dos investidores não conhece de fato as operações da companhia, já que não houve um programa de “educação” de investidores.

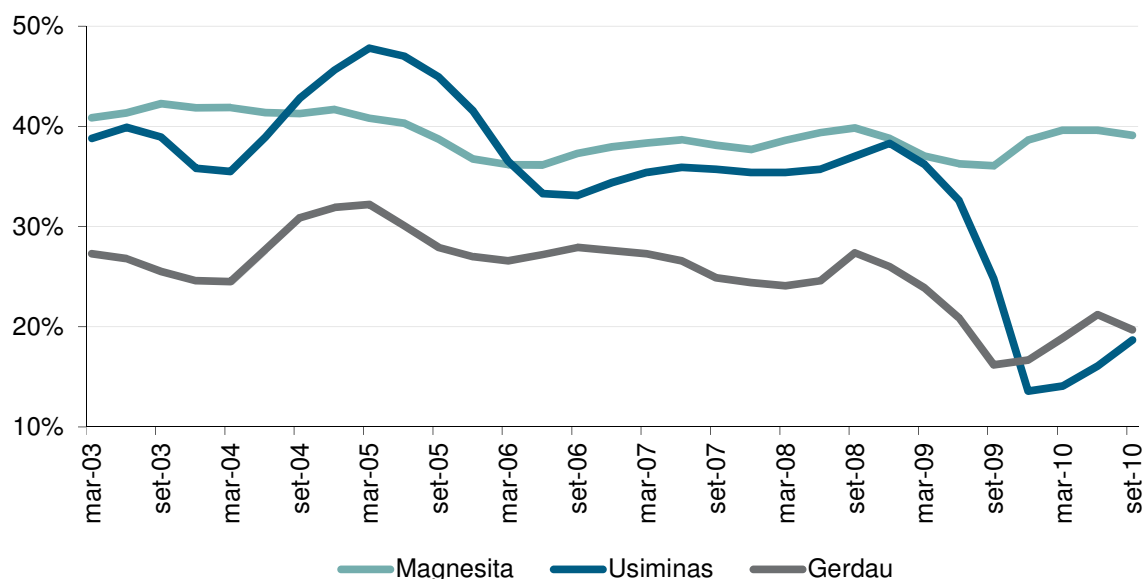
Como consequência, o mercado acaba confundindo a Magnesita com suas principais clientes, as siderúrgicas, apesar das atividades e dos retornos serem absolutamente distintos.

O gráfico abaixo mostra o desempenho das ações da Magnesita e o comportamento das ações da Gerdau e da Usiminas desde 2008.



A correlação é altíssima!

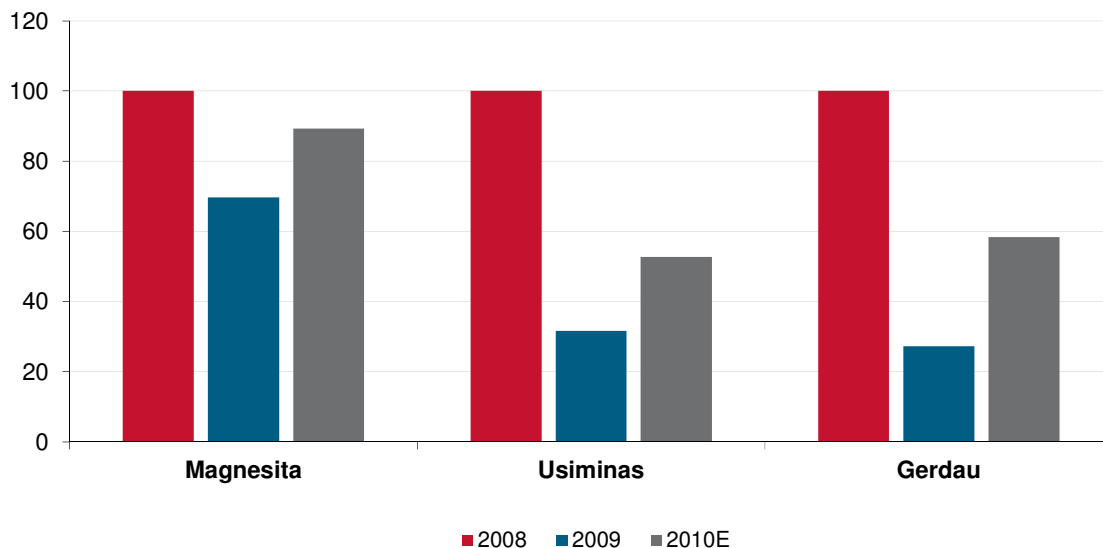
Porém, o que mais impressiona é o fato da Magnesita não ter a volatilidade de margens encontrada nas siderúrgicas, o que pode ser comprovado pela resiliência de sua performance operacional. O gráfico abaixo compara as margens brutas da Magnesita com as margens das duas siderúrgicas em questão: as da Magnesita bastante estáveis, ao passo que as das siderúrgicas mostram-se instáveis e decrescentes (o gráfico considera a evolução das margens desde 2003!). Ou seja, é um período suficientemente longo para concluir que o negócio de refratários nada tem a ver com a produção de aço, mas ainda assim a correlação entre as ações persiste.



Obs: Histórico de Margem das operações na América do Sul

Outra importante evidência da diferença entre as empresas é o desempenho operacional no período pré e pós-crise. Usando o ano de 2008 como base, notamos que a Magnesita de fato teve uma queda na geração

de caixa (EBITDA) em 2009, mas já em 2010 voltou a um patamar próximo do anterior. As siderúrgicas, por sua vez, chegaram a perder 70% de sua geração de caixa no auge da crise e, em 2010, atingiram apenas metade do valor anterior. Ou seja, o comportamento das ações contrasta fortemente com a evolução do EBITDA.



Entendemos que as ações da Magnésita por si só já estão em preços bastante atrativos, especialmente após a forte queda de 2010, mas ainda há um valor “escondido” na empresa.

Nos últimos dois anos, a Magnésita focou em consolidar a aquisição da LWB e, passada esta etapa, maior atenção será dada aos ativos minerais, precificados “a zero” pelo mercado. A Magnésita possui uma reserva gigante e de importância estratégica em Brumado, uma vez que os minerais lá produzidos possibilitarão a ampliação da verticalização de suas operações, incrementando ainda mais suas margens que já são as maiores do setor a nível global.

As reservas de Brumado são suficientes para a Magnésita extrair minério por mais de 200 anos. Ainda que a companhia utilize 50 anos de reserva para fins próprios, ainda há “150 anos” que podem ser explorados comercialmente/estrategicamente de alguma forma.

Mas qual o valor de Brumado?

Em setembro de 2009 a empresa de mineração *Beacon Hill Resources* adquiriu uma mina pouco explorada de magnésita na Tasmânia (Austrália), sem qualquer capacidade de produção instalada e com recursos minerais de apenas 39 milhões de toneladas, pelo valor total de aproximadamente U\$ 20 milhões ou U\$ 0,50/ton. Na época, esta mesma empresa contratou uma consultoria especializada (*Coffrey Mining*), que avaliou os mesmos recursos minerais em U\$ 76 milhões ou U\$ 1,70/ton (considerando o centro do intervalo de avaliação).

No final de 2010, a Magnésita anunciou um investimento de R\$ 220 milhões para expansão de Brumado, visando ampliar a capacidade de produção em 120 mil toneladas por ano. O objetivo principal da empresa é garantir disponibilidade dessa matéria-prima para suportar o crescimento da venda de refratários nos próximos anos.

O síter de magnesita com pureza similar à encontrada em Brumado é cotado atualmente no mercado internacional por cerca de U\$ 550 a tonelada. Portanto, caso a companhia optasse por comercializá-lo, geraria receitas acima de R\$ 100 milhões por ano, com margens elevadas devido ao seu baixo custo de extração. É importante colocar que, considerando apenas as reservas já comprovadas, Brumado tem capacidade para produzir cerca de **dez** projetos iguais a este.

O valor de uma mina ainda não explorada é incerto e requer uma quantidade de informações indisponíveis para uma valoração precisa, especialmente por se tratar de um mineral pouco acompanhado, como é o caso do síter de magnesita. Entretanto, aplicando os parâmetros acima, tanto do projeto anunciado quanto dos ativos australianos, como base para estimar o potencial valor dos recursos de Brumado, chegamos a números extremamente relevantes que variam entre **R\$ 700 milhões e R\$ 2,4 bilhões, ou de 30% a 100% do valor de mercado atual da Magnesita.**

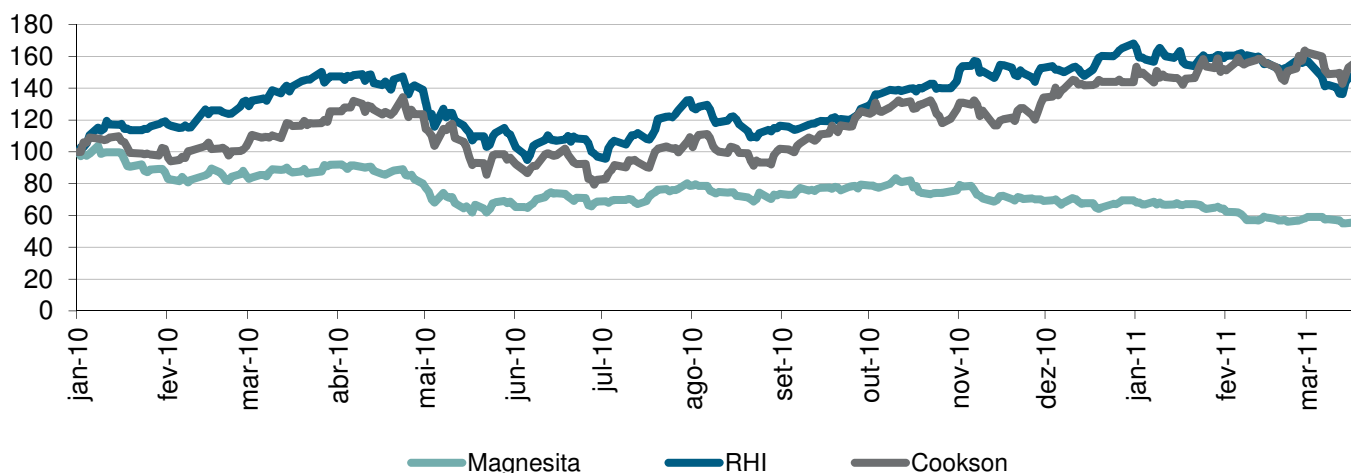
Sabemos que a realização efetiva deste potencial para uma mina do tamanho de Brumado depende de diversos outros fatores, mas estamos convictos do enorme “valor oculto” que esse ativo mineral representa para empresa.

Aumento de capital

Em dezembro de 2010, a Magnesita anunciou uma oferta de ações com intuito de captar recursos primários para reduzir o seu endividamento e permitir a aceleração dos projetos de investimento em matérias-primas anunciados alguns meses antes. A oferta foi finalizada em fevereiro de 2011, resultando na captação de aproximadamente R\$ 280 milhões a um preço de R\$ 8,25 por ação. Apesar de concordarmos que os projetos possuem elevados retornos, entendemos que o momento de mercado não era favorável à captação da empresa.

O anúncio da oferta contribuiu para pressionar ainda mais o preço das ações no início do ano e aumentar a discrepância entre o desempenho da Magnesita e de seus pares globais o que, em nossa opinião, não reflete as perspectivas e performance operacional da empresa.

Performance das ações (USD base 100)



ii. Casos “Transformacionais”

Nesta seção, infelizmente, teremos que ser mais concisos e menos detalhistas do que gostaríamos para preservar os interesses de nossos investidores. Não podemos (nem devemos), por exemplo, apresentar nossas projeções de resultados das companhias, apesar de serem fortes indicadores da consistência de nossas teses de investimento.

Chamamos de casos “transformacionais” aqueles que, por alguma razão – seja macro ou micro – veremos muito em breve uma mudança radical no patamar de resultados das companhias, mudança esta que ainda é completamente negligenciada pelo mercado, uma vez que as cotações das ações ainda refletem o status atual (quando muito!) destas empresas.

Caso 1: LOG-IN LOGISTICA (Futurewatch)

Por que?

- Tese de investimento baseada no potencial de crescimento da cabotagem na costa brasileira;
- O *business* de cabotagem tem forte potencial de crescimento considerando-se a matriz de transporte do país;
- 90% dos investimentos realizados para construção de navios são financiados pelo governo a baixas taxas de juros e com prazos superiores a 20 anos;
- Log-In é única empresa nacional focada em cabotagem na América do Sul.

Os recursos da abertura de capital da Log-In (jun/2007) foram destinados para a construção de navios que permitirão à empresa exercer sua atividade de cabotagem de forma muito mais eficiente. Até agora, **nenhum** dos navios próprios da Log-In entrou em operação (o primeiro deles está previsto para o primeiro trimestre deste ano). Desta forma, a empresa vem exercendo a sua atividade através do afretamento (aluguel) de embarcações de terceiros, que são menores e menos eficientes, acarretando em margens temporariamente baixas. À medida que os novos navios entrarem em operação e os afretados forem devolvidos, veremos um aumento substancial na rentabilidade da companhia.

Apesar de ainda ser praticamente um projeto, a Log-In já vem entregando resultados operacionais positivos e crescentes. Porém, entendemos que seu atual valor de mercado não incorpora o potencial da navegação costeira e reflete basicamente o valor de seu terminal portuário em Vitória (TVV) – que é um negócio independente da cabotagem. Ressaltamos que muito recentemente ocorreu uma transação no setor portuário, em que um fundo de *Private Equity* administrado pela Advent, adquiriu 50% do Terminal de Containers de Paranaguá a preços que corroboram esta tese.

Em outras palavras, ao investirmos em Log-In, compramos um terminal portuário por seu valor de mercado e todo o negócio de cabotagem está sendo adquirido quase “de graça”.

Caso 2: RODOBENS (Futurewatch)

Por que?

- Rodobens é um típico caso relacionado à baixa renda. Enquanto a maioria das incorporadoras foca em projetos verticais nas grandes cidades, a Rodobens se dedica a projetos horizontais em pequenas e médias cidades.
- Potencial atual de aproximadamente 70 mil unidades, sendo 81% no interior do país.

A Rodobens é uma das empresas mais bem posicionadas em termos de produto para capturar o crescimento do setor imobiliário para baixa renda no Brasil. Contudo, o rápido crescimento sem a devida estrutura levou a companhia a um período de resultados bem abaixo da expectativa ao longo dos últimos dois anos.

A empresa apresentava dificuldades em lidar com um alto número de clientes e toda a documentação necessária para a liberação do financiamento da Caixa Econômica. Por conta disso, passou a acumular cada vez mais recebíveis em seu balanço, esgotando o caixa e, com isso, estrangulando a sua capacidade de crescimento.

Estes problemas internos acabaram levando os investidores a se frustrarem com o baixo crescimento e com as margens aquém das esperadas, questionando a credibilidade e qualidade da empresa.

O ano de 2010 foi, para a Rodobens, um ano de estruturação. A empresa teve algumas mudanças importantes em termos de pessoal e estrutura na alta gestão. O *management* focou-se em redefinir processos internos e investir em tecnologia e sistemas. Além disso, contratou consultorias e também ampliou seu quadro de funcionários para poder fazer frente ao crescimento.

Entendemos que a empresa já está bem mais estruturada e que em 2011 poderemos ver um novo patamar de retornos. No entanto, o atual valor de mercado reflete a expectativa de que a companhia permanecerá no patamar atual de receita e margens indefinidamente.

Outros casos

Há duas outras empresas, que não são necessariamente casos “transformacionais”, mas que merecem um comentário a parte, dada a relevância das mesmas nos portfólios e a fraca performance das ações em 2010, ao se comparar com seus pares.

O primeiro caso refere-se à **M. Dias Branco**, líder brasileira na fabricação de biscoitos e massas, superando gigantes como a Nestlé e a Kraft. A M. Dias Branco obtém cerca de 70% de sua receita na região Nordeste e seu público consumidor é, primariamente, de baixa renda. É uma empresa totalmente verticalizada, cujas vendas são focadas em pequenos varejistas (e não em supermercados), o que leva a companhia a ter uma das maiores margens do mundo em seu setor.

Contudo, as ações da M. Dias Branco desvalorizaram-se cerca de 5% em 2010, ao passo que a média das empresas de alimentos teve alta de 29% no ano. Desconhecemos as razões que levaram a este frustrante desempenho, mas, em decorrência disso, atualmente suas congêneres negociam, em média, a um múltiplo de cerca de 21x seu lucro projetado para 2011, ao passo que a M. Dias Branco está cotada a pouco mais da metade deste valor. Achamos esta diferença injustificável, apesar da menor liquidez das ações da companhia,

haja vista sua posição competitiva, barreira de entrada, estabilidade de geração de caixa e retorno sobre capital investido.

O segundo caso é o da **Grazziotin**, principal posição do **Futurevalue**. A Grazziotin é uma rede varejista com 263 lojas espalhadas pela região sul do país, focada em pequenas cidades (de 10 a 100 mil habitantes apenas) e com atuação no mercado de baixa e média renda. A vasta maioria de seus clientes não possui conta bancária, o que permite à Grazziotin incrementar seu retorno através de atividades de financiamento. A companhia vem entregando resultados surpreendentes, com alto crescimento e aumento de margens (tanto a margem líquida da empresa quanto seu retorno sobre o capital investido é o maior que temos notícia) e o investimento necessário para a abertura de lojas é muito baixo, viabilizando um plano de expansão pouco oneroso.

Apesar disso, as varejistas congêneres da Grazziotin negociam a múltiplos quase 250% superiores! É claro que a baixa liquidez das ações da Grazziotin faz com que as mesmas mereçam um desconto, mas questionamos a magnitude do mesmo.

No ano de 2010, vimos as ações de varejistas têxteis como Hering e Marisa com desempenhos espetaculares (+183% e +134%, respectivamente), enquanto que as ações da Grazziotin subiram “apenas” 27%, acentuando a diferença de múltiplos.

Em poucas palavras, para que as ações da Grazziotin se alinhassem com os múltiplos de suas congêneres, elas deveriam quase que **triplicar** de preço.

O portfólio atual

Costumamos analisar o portfólio como se fosse uma só empresa. Para tanto, alocamos proporcionalmente o quinhão de capital que possuímos de cada companhia investida à participação que mantemos no fundo e extraímos um balanço e demonstração de resultados do fundo.

Ao examinarmos os resultados das “empresas” **Challenger S.A.**, **Futurewatch S.A.** e **Futurevalue S.A.**, facilmente notamos que se tratam de companhias altamente lucrativas com forte crescimento, apesar de nossas premissas bastante conservadoras.

Challenger (Base 100)	2009	2010	2011	2012
Receita Líquida	100,0	112,7	123,6	135,2
Margem Bruta	31,4%	32,4%	32,3%	33,2%
EBITDA	19,0	21,6	22,1	25,7
Margem EBITDA	19,0%	19,2%	17,9%	19,0%
Lucro Líquido	7,7	10,6	14,2	17,1
Margem Líquida	7,7%	9,4%	11,5%	12,7%
Múltiplos	2009	2010	2011	2012
P/E	19,5x	14,1x	10,3x	8,7x
EV/EBITDA	10,0x	8,2x	7,3x	6,2x

Futurewatch (Base 100)	2009	2010	2011	2012
Receita Líquida	100,0	132,5	153,6	157,7
Margem Bruta	31,5%	30,8%	30,4%	32,4%
EBITDA	15,9	22,6	26,9	30,6
Margem EBITDA	15,9%	17,1%	17,5%	19,4%
Lucro Líquido	5,6	11,0	14,6	17,2
Margem Líquida	5,6%	8,3%	9,5%	10,9%

Múltiplos	2009	2010	2011	2012
P/E	25,2x	12,7x	9,5x	7,9x
EV/EBITDA	11,8x	8,2x	6,7x	5,7x

Futurevalue (Base 100)	2009	2010	2011	2012
Receita Líquida	100,0	112,4	129,3	146,0
Margem Bruta	45,2%	47,4%	45,8%	45,1%
EBITDA	24,4	27,7	30,8	35,3
Margem EBITDA	24,4%	24,7%	23,8%	24,2%
Lucro Líquido	14,1	12,6	16,8	20,4
Margem Líquida	14,1%	11,2%	13,0%	14,0%

Múltiplos	2009	2010	2011	2012
P/E	13,8x	15,2x	11,6x	9,4x
EV/EBITDA	8,7x	7,3x	6,5x	5,6x

É importante ressaltar que, ao examinar as demonstrações de resultados das “empresas” acima, nos deparamos com companhias bastante interessantes. Apesar de nossas premissas conservadoras, deveremos observar um crescimento composto de cerca de 10% ao ano nas receitas do **Challenger S.A.** e do **Futurewatch S.A.** para os próximos dois anos, ao passo que o **Futurevalue S.A.** deve crescer 14% ao ano.

Apesar de não contarmos com substanciais aumentos de margens nas empresas dos três fundos (exceção feita para LogIn no **Futurewatch**), esperamos elevação no lucro líquido de 25 a 27% ao ano nos três casos, o que consequentemente levará o múltiplo das companhias a um patamar bastante atrativo, ao nosso ver.

Conclusões

Embora tenhamos superado o Índice Bovespa em 2010, os retornos ficaram muito abaixo de nossa média histórica, levando a rentabilidade acumulada desde o início do **Futurewatch** (nosso fundo mais antigo) para 31% ao ano em dólares e 36% ao ano em Reais.

É verdade que a performance teria sido um tanto superior não fosse a forte queda das ações da Magnesita, mas este fator não é suficiente para explicar o retorno de 2010, uma vez que, por conta das circunstâncias do ano, em tese deveríamos ter apresentado um desempenho substancialmente melhor.

Por outro lado, operacionalmente, as empresas investidas entregaram, via de regra, bons resultados, e obviamente é melhor ter um portfólio cujo valor das ações está abaixo do bom desempenho das companhias do que o contrário.

Ainda que seja difícil para nós falarmos de *timing* e seja essa uma “ciência” longe de nossa área de *expertise*, entendemos que, em 2011, algumas empresas do portfólio apresentarão resultados em patamares completamente diferentes dos atuais e isso pode eventualmente levar o mercado a reavaliá-las.

No mais, entendemos haver uma clara discrepância entre o preço das ações das empresas nas quais investimos e suas congêneres, em patamares injustificados mesmo levando em consideração a menor liquidez. Contudo, é impossível prever quando essa divergência será ajustada – embora nossa experiência mostre que este ajuste, mais cedo ou mais tarde, sempre ocorre.

Esperamos que em breve possamos voltar ao patamar de rentabilidade que nós e nossos investidores esperamos.

Desejamos a todos um excelente ano.