Polo I FIC FIA

SETEMBRO 2020
Início do Fundo: 30 de abril de 2003

POLO capital management

	SETEMBRO	TRIMESTRE	2020	12 MESES	24 MESES	36 MESES	INÍCIO
FUNDO	-5.52%	-4.04%	-1.21%	17.79%	20.01%	65.01%	2082.82%
%CDI	n/a	n/a	n/a	500%	199%	374%	376%

Revisão do 3º trimestre

O fundo iniciou o trimestre com ~291% de exposição bruta e encerrou o tri com uma exposição bruta de 294%.

Sobre performance, no 3º trimestre do ano, o fundo teve um desempenho negativo de -404bps. Os destaques positivos foram os setores de Telecom (+216bps), Construção Civil (+121bps) e Mineração (+87bps). Como vetor negativo, os destaques foram os setores de Varejo (-244bps) e Elétricas (-77bps).

Destaques Positivos:

- Telecom – o setor contribuiu com +216bps, com destaque para a posição de valor absoluto comprada em Oi.
- Construção Civil- o setor contribuiu com 121bps, sendo o principal vetor positivo a posição de valor relativo comprada em Tenda e vendida em uma cesta de incorporadoras.
- Mineração – o setor fechou o trimestre com contribuição de +87bps. O principal vetor positivo foi a posição de valor relativo comprada em Peñoles e vendida em Fresnillo.

Destaques Negativos:

- Varejo - contribuiu negativamente com -244bps, com destaque para a posição de valor relativo comprada em B2W e vendida em Magazine Luiza.
- Elétricas - contribuiu negativamente com -77bps, e teve como principal vetor negativo a posição comprada em uma cesta de elétricas, com destaque para Neoenergia e Equatorial.

Incorporadoras

Em Agosto/2019 escrevemos um relatório analisando o momento das incorporadoras listadas na Bolsa brasileira. Um ano depois estamos revisitando os acontecimentos e projeções. À época nossa visão era de que os preços das ações estavam refletindo retornos esperados de "topo do ciclo", muito distintos de um ROE de longo prazo condizente com os ciclos longos de tais negócios.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Av. Ataulfo de Paiva 204, 10° andar - Rio de Janeiro (Leblon) - CEP 22440-033
www.polocapital.com | ri@polocapital.com | +55 21 3205-9800

É claro que juros nas mínimas históricas como vemos hoje devem impulsionar vendas e o crédito imobiliário tem experimentado um momento sem precedentes, mas as variáveis de longo prazo na valoração de companhias seguem sendo as mesmas: rentabilidade, custo de capital e crescimento de lucros. Algum benefício de escala deve ocorrer, mas não deve ser material e abordaremos isso à frente.

O custo de capital hoje, observando a NTN-F 2029, é praticamente o mesmo da primeira carta e não há sinais de mudança significativa em produtividade. Os preços das incorporadoras de média e alta renda estão muito similares aos de um ano atrás. Naquele momento escrevemos:

"O mercado parece esperar que as empresas de média e alta renda terão no futuro um ROE de longo prazo igual ao máximo que já alcançaram na série histórica. Não é de surpreender que todas elas queiram nesse momento levantar recursos."

De lá para cá a Eztec e Trisul levantaram capital e já nesse ano acompanhamos o IPO de incorporadoras como Lavvy, Melnick, Mitre e Moura Dubeux – todas voltadas para o segmento de média e alta renda. Ainda observamos tentativas frustradas de algumas empresas, entre elas You e Riva. No lado da baixa renda, levantaram recursos a Cury e a Plano&Plano, enquanto outras também ficaram pelo caminho.

Seguimos seguros de que as possíveis justificativas para seus valores de mercado têm pouco poder explicativo. Em média e alta renda os diferenciais estão em localização e preço. Esse segmento é baseado em projetos e construção largamente terceirizados, oferecendo poucos ganhos de produtividade – sua margem tende a converter-se ao patamar "natural", de longo prazo, e só deveria acontecer mudança com ganhos de produtividade que, por ora, parecem descartados. Na época, fizemos a seguinte analogia:

"Como visto com as empresas de propriedades, o menor patamar de juros deve levar a apreciação de seus estoques, sejam eles em unidades acabadas, em construção ou em terrenos. (...) Fazendo uma analogia com outro setor, as incorporadoras são como os frigoríficos. Para eles pouco importa o preço do boi, e sim o spread entre o preço do boi e o da carne exportada ou vendida aos supermercados."

De fato, vimos desde então um movimento de aumento do preço do estoque das incorporadoras, mas também um aumento expressivo do custo de terrenos e de construção que também exibem significativas altas até aqui. O INCC está em 4.57%, no acumulado do ano, sendo essa variação composta por uma alta principalmente nos preços de materiais e serviços que já aumentaram 8% em relação a dezembro de 2019. Em 2021, esperamos ainda o efeito da mão de obra, que vai retro alimentar o INCC.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Com o benefício de poder olhar em retrospecto, erramos no timing, visto que o segmento de média-alta renda performou fortemente até dez/19, mas aparentemente estávamos corretos na figura ampla, no acumulado, as empresas de baixa renda foram melhores. E quais foram as principais estratégias empregadas pelas incorporadoras em cada um dos segmentos, o que o mini boom de IPOs atual revela e o que podemos esperar dessas companhias para frente?

I. Minha Casa Minha Vida

Na baixa renda o mercado após os IPOs parece ter bifurcado em dois segmentos de companhias. De um lado Direcional, Tenda e MRV e do outro Cury e Plano&Plano. Pacaembu, que quando do momento em que essa carta foi escrita estava em seu processo de IPO, parece estar migrando do grupo 2 para o 1. Mas o que diferencia o grupo 1 do 2?

Em termos de precificação observamos uma grande disparidade de valor de mercado em relação aos respectivos patrimônios, explicado pela enorme diferença entre os ROEs dessas cias. Ao dissecarmos a rentabilidade dessas empresas, percebemos que não existe uma grande distinção de margens brutas ou margens líquidas. Mas existe sim uma diferença muito relevante no giro de ativos.

Giro de ativos é a razão da receita liquida pelo total médio dos ativos. Quanto maior a velocidade de vendas e menor a necessidade de ativos para que elas ocorram, tanto melhor é o giro de ativos. Cury e Plano&Plano, assim como Pacaembu, tem um giro de ativos bem mais elevado, explicado por um modelo de negócios centrado em permutas de terrenos ao invés de aquisições (e, portanto, menor necessidade de capital) e uma velocidade de vendas acelerada.

	Direcional	MRV	Tenda	Pacaembu*	Cury	Plano & Plano
Mkt Cap	2,071	8,598	3,106		3,138	1,916
PE 2020	20.1	16.3	18.8		16.6	11.2
PE 2021	10.9	12.3	11.2		10.0	8.0
P/B	1.59	1.57	2.21		7.64	10.69
ROE Médio 3 Anos	-2.6%	13.7%	15.1%	41.7%	63.2%	92.6%
Alavancagem Fin 2019 (DL/PL)	7.4%	21.0%	-14.8%	-67.1%	-7.5%	84.2%
Giro de Ativos 2019	0.31	0.43	0.64	1.42	0.84	1.21
Capital Empregado	1,471	6,181	1,152	90	336	177

Valor de mercado do dia 13 de outubro de 2020.

*Lucro líquido de 2019 ajustado pelo não recorrente.

Fonte: Relatório das companhias, Bloomberg

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

O modelo de alto giro, em sendo sustentável, é inquestionavelmente superior na geração de valor ao acionista. Ao nos debruçarmos sobre os números da Pacaembu verificamos uma queda recente em seu ROE, o que pode dar pistas sobre as limitações deste modelo no longo prazo, visto que a menor intensidade de capital depende de fatores que a companhia não necessariamente controla (possibilidade de permuta, velocidade de vendas).

A Pacaembu tinha uma elevada velocidade de vendas por estar muito concentrada na faixa 1,5. Quando esse programa sofreu limitações ela precisou escolher entre abrir mão de margem (no que existe um limite do possível) ou aceitar menor velocidade de vendas. Ao aceitar menor velocidade de vendas duas coisas acontecem nas DFs: (i) aumento de estoques, que demanda mais capital ou dívida para financiá-lo e (ii) uma menor receita (vendas mais lentas), que piora o giro de ativos. Esses dois fatores levam a queda do ROE como pode ser visto na tabela abaixo.

	2017	2018	2019*	LTM
ROE*	45%	56%	24%	14%

*ROE ajustado pelo não recorrente.

Fonte: Relatório da companhia

Cury e P&P parecem ter um modelo mais sustentável que Pacaembu na medida em que operam na região metropolitana de São Paulo, com tickets mais altos e quase sem exposição ao faixa 1,5 (que depende mais de subsídio) e, até aqui, têm sido bem sucedidas em obter terrenos em regime de permuta. Assumindo que o mercado de São Paulo depende menos de subsídio, imagina-se que o principal risco ao seu modelo seria uma deterioração nas condições de aquisição de terreno via permuta. Ao optar por modestas tranches de captação primária (e, ao contrário da Pacaembu, não terem retido lucros nos últimos tempos para reforçar o balanço e elevar o patrimônio) isso indica que as administrações não estão preocupadas com maior necessidade de capital, o que é positivo. Nenhuma dessas empresas mudou substancialmente seu modelo de negócios no último ano. Mas vale ressaltar que ambas empresas pretendem acelerar consideravelmente o volume de lançamentos para os próximos anos e, se isso acontecer, essas empresas vão ter que comprar mais terrenos e enfrentarão o desafio operacional de aumentar o tamanho da empresa.

O movimento da Direcional de vender a Riva através de um IPO parecia sensato dada a baixa sinergia com o seu negócio de baixa renda, montante de capital alocado e o retorno dessa operação. A sua conclusão deveria ter levado a um *re-rating* da Direcional.

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

II. Média-alta renda

Na média-alta renda as estratégias também variam por intensidade de uso de capital. Claro que nesse caso a base de referência entre capital intensivo e leve é bem distinta da baixa renda. Nesse segmento uma empresa de leve intensidade estaria no grupo de capital intensivo da baixa renda.

Eztec

Dentre as empresas que historicamente utilizaram uma estratégia de capital intensivo provavelmente a companhia de maior sucesso tenha sido a Eztec. Ao fazer uma primária em 2019 trazendo mais capital para o balanço a empresa parece ter reforçado a aposta nesse modelo. O ROE da Eztec foi historicamente o mais alto desse segmento. Quais as fontes dessa maior rentabilidade da Eztec? Ao contrário do setor de baixa renda, onde os campeões de rentabilidade empregam uma estratégia de minimizar o capital empregado, aqui a Eztec conseguiu ser bem sucedida empregando muito capital. E isso foi obtido por conta de uma alavancagem financeira negativa e elevadas margens bruta e liquida.

Resultado 2019	Eztec	Even	Cyrela	Trisul
ROE Médio 5 anos	10.0%	-4.0%	3.1%	7.4%
Margem Bruta	40.8%	24.9%	30.9%	35.7%
Margem Bruta com financeiro	52.4%	25.5%	31.7%	35.4%
Margem Liquida	34.9%	6.2%	10.6%	17.5%
Alavancagem Financeira	-32.6%	24.5%	16.4%	16.7%
Giro Ativos	0.22	0.39	0.40	0.55

Fonte: Relatórios das Companhias

Com os juros em patamares de duplos dígitos e com uma baixa rentabilidade dos ativos por preços e volumes deprimidos, a alavancagem financeira foi, nos últimos anos, uma detratora de performance das demais companhias. Uma importante questão para o futuro é se esse novo patamar de juros, se assim permanecer, não vai mudar esse paradigma. Com retornos sobre os ativos mais elevados e custos de endividamento substancialmente mais baixos, ter maior alavancagem financeira pode passar a beneficiar e não mais prejudicar o ROE.

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

E quanto às maiores margens brutas e líquidas da Eztec? Na margem bruta apenas existem 3 explicações possíveis em um setor tão competitivo: a companhia pode ter menores custos de construção, maiores preços de venda ou menores custos de aquisição de terrenos. As duas primeiras hipóteses podem ser eliminadas. Ela lança em áreas próximas aos concorrentes e seus preços de venda não são mais elevados que os dos demais (quando ajustado por localização e atributos). Quanto a custos de construção, a companhia tem modelo construtivo igual ao dos demais e os principais insumos são fornecidos por empresas de maior porte (cimento, aço), difícil enxergar aqui uma fonte de vantagem competitiva de longo prazo. Porém a Eztec parece ser exímia na prospecção de terrenos. Boas aquisições se somam a pagamento em dinheiro que não incorrem em custos financeiros e beneficiam as margens brutas no futuro, especialmente em ambiente de altos custos de financiamento. O caixa elevado permitiu flexibilidade financeira para comprar terrenos em momentos de crise, quando há menor competição. Nesse cenário, a Eztec se apresentaria como o maior beneficiário de uma elevação dos preços de terrenos e da alta dos preços dos imóveis.

	Eztec	Even	Cyrela
VGV Potencial	8,950	6,776	33,500
Cash	100.0%	18.0%	27.6%
Permuta	0.0%	82.0%	72.4%

Fonte: Relatórios das Companhias

Outro fator que beneficiou a Eztec no passado foi a maior proporção da sua carteira de recebíveis em relação ao total de ativos. Isso resultou em lucros financeiros com menor grau de risco. Com a maior competitividade no segmento vinda de bancos e *fintechs* e queda dos retornos absolutos, não parece que no futuro essa será uma linha tão prolífica quanto no passado.

	EZTEC		Even		Cyrela	
	Recebiveis	Recebiveis/ Ativos	Recebiveis	Recebiveis/ Ativos	Recebiveis	Recebiveis/ Ativos
2016	339	10%	111	2%	1,287	11%
2017	665	21%	116	2%	1,399	13%
2018	556	19%	183	4%	1,057	11%
2019	550	13%	220	4%	1,102	11%
2T20	519	12%	170	4%	913	8%

Fonte: Relatórios das Companhias

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Even

Já Even tem um modelo oposto ao da Eztec, ainda que a decisão de fazer uma oferta primária na Melnick não se encaixe com a estratégia da companhia. Ao longo dos últimos anos a Even veio diminuindo a intensidade de uso de capital na sua operação. Em função disso logrou diminuir o seu endividamento, a despeito de manter o patamar de operações e de não ter gerado resultados expressivos no período que levasse a desalavancagem.

Even	2015	2016	2017	2018	2019
Divida Liquida	1,325	1,378	1,021	742	465
Divida Liquida/PL	53.7%	57.0%	50.9%	41.1%	24.8%
Receita Liquida	2,205	1,743	1,584	1,475	1,913
Lancamentos VGV	803	1,132	1,082	1,043	1,987
Landbank VGV Potencial	5,803	5,170	6,036	6,678	6,566
Percentual Permuta	73%	90%	75%	82%	89%

Fonte: Relatórios das Companhias

A Even parecia, até aqui, focada em alocar o mínimo possível de capital em terrenos, usando FIIs pra comprá-los (como no caso do empreendimento Fasano Itaim) e na prática engajando em um modelo similar ao da Cury (ainda que nesse segmento o % do terreno seja bem maior que na baixa renda).

Ao fazer o IPO da Melnick, sua operação no Rio Grande do Sul que tem um ROE melhor do que o restante da operação, fica pouco claro quais benefícios auferiu nesse movimento, exceto pelo fato de dar liquidez e valor à participação de seu CEO na sua subsidiária .

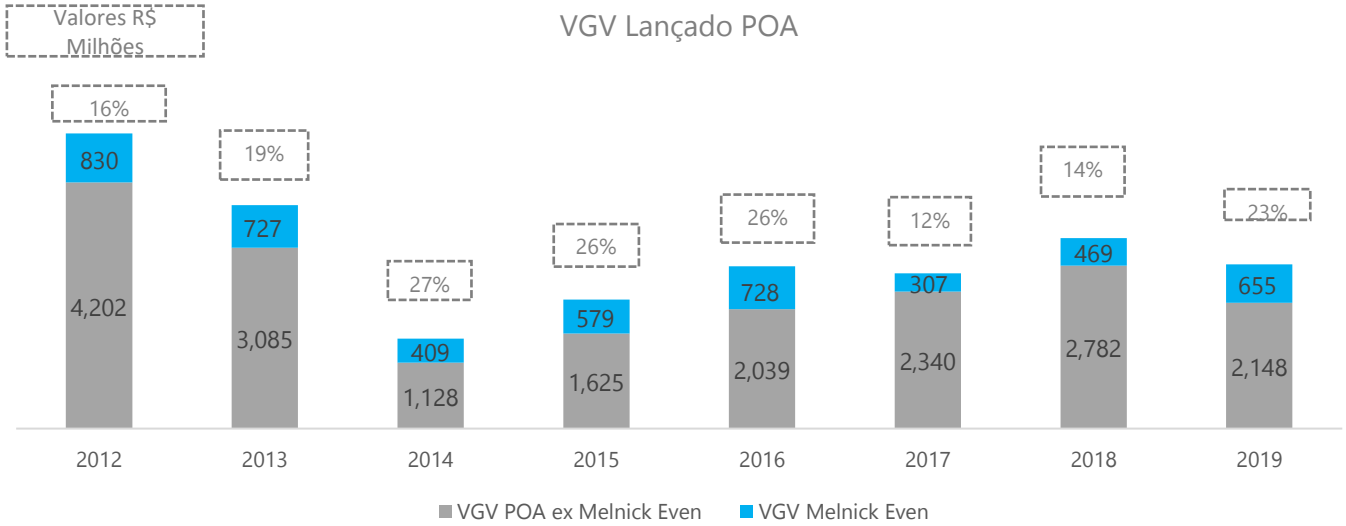
Primeira dúvida é qual o benefício em dividir a liquidez em dois veículos. Ações pouco negociadas, por conta do baixo *float* e dispersão atraem substanciais descontos de liquidez.

A lógica de trazer mais capital para a operação implica que a companhia entende que tem boas oportunidades de remunerar o capital marginal. Porém, a Melnick já tem uma participação relevante no mercado gaúcho, acima do normal do mercado imobiliário desse segmento em outras praças. Para poder remunerar esse capital adicional a Melnick precisará expandir sua participação de mercado ou contar com uma expansão relevante do mercado gaúcho

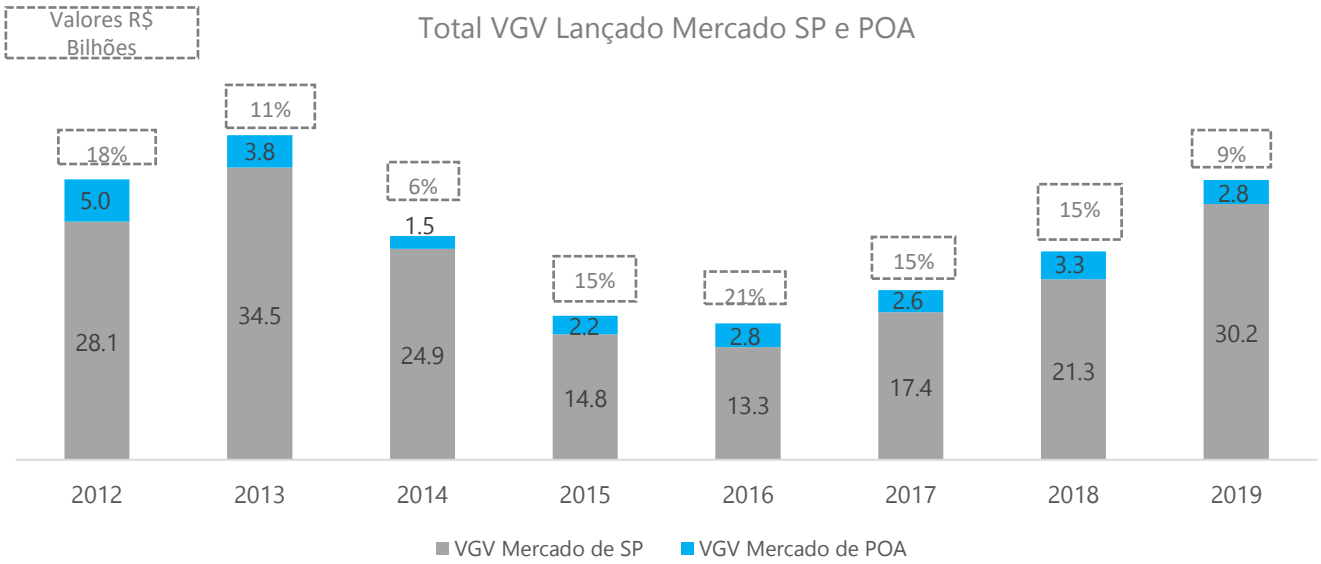
Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Considerando que a empresa já tem em média 20% do mercado gaúcho e aproximadamente 15% do total da Even, sendo esse o melhor retorno da Even, o caminho mais óbvio seria alocar mais capital, da própria Even, nessa operação.



Fonte: Relatórios das Companhias



Fonte: Relatórios das Companhias

Paralelamente, essa é a operação de ROE mais elevado da Even. Considerando que a Even está vendendo sua operação do Rio de Janeiro, em um movimento sensato, ao se desfazer do capital alocado em baixo retorno e necessitando de mais capital no RS, não seria melhor alocar esse capital retirado do RJ no RS? Ou se pretende retornar aos acionistas o capital oriundo da operação RJ, estando a companhia desinvestindo, deveria ela negociar a prêmio do seu valor de livros?

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

O investidor paga prêmio sobre valor de livro pela rentabilidade futura acima do custo de capital, não para receber o seu capital de volta.

ROE	2017	2018	2019	12M 2T20
MelnickEven	19.0%	12.0%	10.2%	9.7%
Even	-19.3%	-10.2%	7.1%	6.5%
Even ex-MelnickEven	-27.3%	-16.2%	6.3%	5.4%

No processo de listagem da Melnick a companhia foi avaliada a 1.82x seu valor patrimonial p*re-money.* Logo antes da oferta, uma operação societária entre Even e outros sócios na sua subsidiária gaúcha diluiu a participação da própria Even de 80% para 68%. Com a conclusão da oferta, a Even então passou a ter 44% da Melnick. Não temos acesso aos retornos segregados da operação do Rio, mas é possível que a venda dessa operação gere mais valor que o IPO da unidade gaúcha, mesmo se dando a um desconto do valor de livro. Vejamos na tabela abaixo:

Pré Oferta

EVEN*	PL	ROE Implicito	P/B	Mkt Cap
Melk (80%)	429	18.5%	1.82	780
Even Ex Melnick	1,280	16.2%	1.50	1,917
Total	**1,709**	**16.8%**	**1.58**	**2,697**

Pós Oferta

EVEN*	PL	ROE Implicito	P/B	Mkt Cap
Melk (44.1%)	511	16.4%	1.52	780
Even Ex Melnick	1,280	16.2%	1.50	1,917
Total	**1,791**	**16.2%**	**1.51**	**2,697**

*Para efeito dos cálculos utilizamos o preço de fechamento da Even no dia da divulgação do prospecto preliminar, 03 de setembro, e o preço em que foi precificada a oferta da Melnick. Assumimos que o custo de capital próprio seja a taxa livre de risco (~7.45% NTN-F 2029) + prêmio de *equity*, e que esse último seja da ordem de 5%, temos que o custo de capital próprio deveria ser de 12,45% a.a. Quanto ao crescimento, mantivemos as premissas de 3% a.a. para a inflação de longo prazo e crescimento anual de 2% do PIB, assumidas na última carta, chegando ao g de longo prazo de 5%.

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Analisando exclusivamente o que está implícito nos múltiplos de P/B atuais, o ROE de longo prazo da EVEN sofreria uma redução de 0.6%, partindo de 16.8% anteriormente à oferta para 16.2% pós IPO, em decorrência óbvia da redução do retorno da Melnick a partir da entrada de recursos do IPO. A Even somente se beneficiará desses movimentos de diluição da sua operação no RS caso consiga alocar o capital extra com a mesma eficiência que a anterior (um grande "se" dada a sua já elevada participação de mercado gaúcho), ou caso consiga elevar a rentabilidade da sua operação paulista para um nível compatível com o seu atual P/B. Caso ela opte por devolver capital, isso revela que a companhia não vê oportunidades atrativas para investimento. Levanta questões de motivação em levantar simultaneamente capital externo na sua subsidiária.

Cyrela

A Cyrela é um caso quase que único no mercado imobiliário brasileiro. Ela é uma companhia flexível e mais que uma operadora, se notabiliza como uma investidora imobiliária. Isso é congruente com a sua história, visto que no passado já investiu em empreendimentos comerciais e shoppings até fazer o spin off dessas operações. E estruturou sua entrada em outras geografias em JVs com empreendedores locais. Algumas redundaram em fracassos, como aquela com Andrade Mendonça na Bahia, enquanto outras em enorme sucesso, como aquela com RJZ no Rio de Janeiro.

Analisar o investimento da Cyrela na Cury e Plano&Plano como um investimento privado isolado, permite reconhecer uma estratégia de entrada e saída bem sucedida que pode ser vitoriosa em relação a gestão do capital.

A Cyrela não fez captações (pelo contrário, controladores venderam ações em 2019) e vem retornando capital no tempo, mantendo sob gestão um montante de capital compatível com oportunidades. Não alterou sua política de investimentos em terrenos com ciclos pronunciados de compras ou grandes apostas. Parecem ter se abstido de jogar o jogo cíclico da compra de terrenos e serem anticíclicos. Aceitam perder participação de mercado quando tem muito capital entrando no segmento. Mas adquiriu plataformas como a Cury, P&P e os investimentos recentes na Cash Me e outras fintechs.

Outra constatação é que ao somar suas participações nas duas empresas de baixa renda com a da Vivaz, a Cyrela é na realidade uma empresa com uma exposição de quase 50% a baixa renda. Mesmo a venda das participações na P&P e Cury devem em breve ser compensadas pelo crescimento acelerado da Vivaz.

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Pré Oferta

Cyrela*	PL	ROE Implicito	P/B	Mkt Cap
Cyrela Ex P&P e Cury	4,661	16.9%	1.60	7,435
Plano&Plano	73	101.6%	12.97	940
Cury	124	79.2%	9.95	1,235
Total	**4,858**	**19.7%**	**1.98**	**9,610**

Pós Oferta

Cyrela*	PL	ROE Implicito	P/B	Mkt Cap
Cyrela Ex P&P e Cury	5,135	18.0%	1.75	8,976
Plano&Plano	57	84.6%	10.68	614
Cury	127	61.9%	7.64	972
Total	**5,320**	**19.8%**	**1.99**	**10,561**

*Para efeito dos cálculos, os valores pré oferta consideram o preço de fechamento da Cyrela no dia da divulgação do prospecto preliminar de Plano& Plano, 10 de setembro, e para Cury e Plano& Plano os preços em que foram precificadas as ofertas. Para os números pós oferta foram usados os preços de fechamento das empresas no dia 13 de outubro. O custo de capital próprio e a taxa de crescimento das empresas foram os mesmos utilizado anteriormente.

A Cyrela realizou venda parcial de sua posição nas subsidiárias, totalizando recebimento de R$ 474 mm já considerando os custos e impostos associados à transação. Após a oferta, a empresa permanece negociando em múltiplos semelhantes ao observado anteriormente, contudo, em decorrência dos termos da oferta houve um incremento em seu patrimônio líquido de aproximadamente R$ 460 MM. Como resultado desse quadro, observa-se uma valorização de 10% no papel durante esse período, frente ao desempenho de -1.25% do IMOB, o índice de *Real Estate* da B3.

Dados os patamares aonde as suas fatias nas subsidiarias foram vendidas, essas parecem ter sido operações que efetivamente geram valor, ainda mais quando substituídas na margem pela expansão da Vivaz. Estamos diante de uma *"Naspers"* do mercado imobiliário brasileiro? A Cyrela parece ser a cia mais mal compreendida do mercado. Tampouco parece a companhia se esforçar nesse sentido. Uma empresa com uma estratégia distinta merece métricas de avaliação distintas. A Cyrela deveria ser medida por outros critérios.

O fundo tem posição de valor relativo comprada em Tenda, short em Even e Eztec. Teve ao longo do ano posição comprada em Cyrela mas nesse momento não tem exposição a companhia.

Agradecemos a confiança,

Polo Capital

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Polo I FIC FIA

SETEMBRO 2020

Início do Fundo: 30 de abril de 2003

POLO capital management

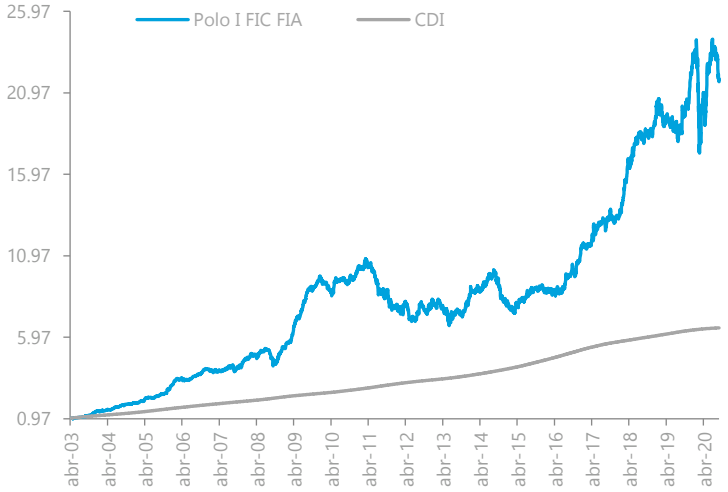
Performance Acumulada

	SETEMBRO	2020	12 MESES	24 MESES	36 MESES	INÍCIO
FUNDO	-5.52%	-1.21%	17.79%	20.01%	65.01%	2,082.82%
%CDI	n/a	n/a	500%	199%	374%	376%

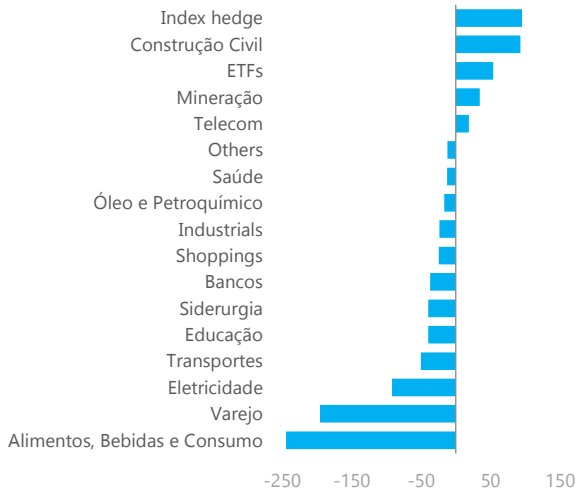
Cota e Patrimônio

COTA	PL MÉDIO (12M)	PL ÚLTIMO DIA DO MÊS
21.8282353	201.6MM	205.9MM
Master	300.6MM	314.9MM

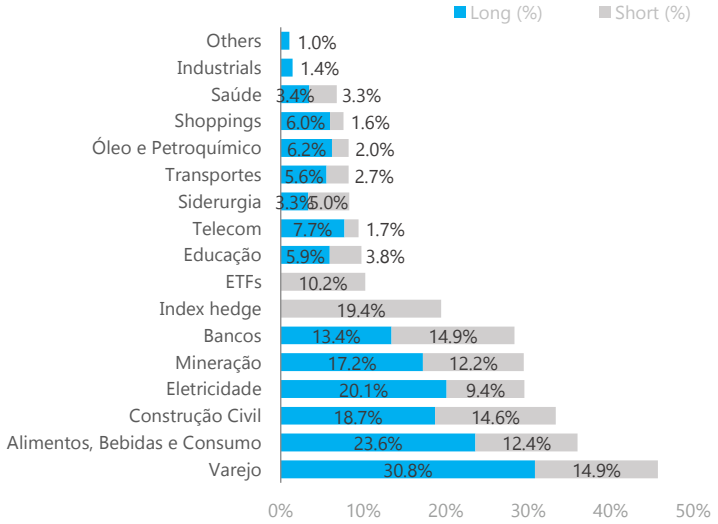
Retorno Acumulado



Contribuição por Setor



Composição da Carteira por Setor



Estratégia e Objetivo

O Fundo segue a estratégia Event-Driven investindo através do Polo FIA (master). O foco geográfico é Brasil e América Latina, embora possa haver exposição a outras geografias. Busca obter retornos absolutos, não correlacionados a quaisquer índices.

O Fundo investe primordialmente em risco específico e, portanto, tem tipicamente baixa exposição líquida. Assim, a rentabilidade do Fundo depende em maior escala da seleção de ativos que dos movimentos gerais do mercado.

A exposição bruta do Fundo em geral é inferior a 300% do seu patrimônio líquido.O Fundo poderá ter exposição eventual a ativos de renda fixa.

Volatilidade (anualizada)

Mês	Trimestre	Desde o início
13.96%	16.10%	14.19%

Características Gerais

- **Público Alvo: Investidores Qualificados**
- **Categoria ANBIMA: Ações Livre**
- **Taxa de Administração: 2,0% aa**
- **Taxa de Performance: 20,0% do que exceder o CDI**
- **Aplicação Mínima: R$200.000,00**
- **Saldo Mínimo: R$200.000,00**
- **Movimentação Mínima: R$50.000,00**
- **Status: Fechado**
- **Cotização Aplicação: D+1**
- **Cotização Resgate: D+60**
- **Liquidação Resgate: D+2 d.u. após a cotização**
- **Tributação: Fundo de Ações**
- **Administrador: Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.**
- **Custodiante: ITAÚ UNIBANCO S.A.**
- **Auditor: KPMG AUDITORIA INDEPENDENTES**
- **Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.**

Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a 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 resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/

Av. Ataulfo de Paiva 204, 10° andar - Rio de Janeiro (Leblon) - CEP 22440-033

www.polocapital.com | ri@polocapital.com | +55 21 3205-9800