



22 de Julho, 2016

Caro Investidor,

O fundo Explora Latin America Long Short Fund (Fund), fundo offshore master do EXPLORA LATAM LONG SHORT I FIA IE, gerou um retorno de 11,7% no primeiro semestre de 2016 (líquido em dólares). O fundo, que em maio completou 12 meses, acumula desde o seu lançamento um retorno de 87,2% (líquido de taxas em Dólares).

O Fundo Explora LATAM LS I FIA IE (FEEDER) gerou um retorno de 17,7% em reais no primeiro semestre e acumula desde o seu lançamento (Novembro 2015) um retorno de 36,9% em reais.

Tabela 1: Explora LatAm LS e Mercados da Região

	1º Semestre 16 (Em Dólares)	Desde o Início* (Em Dólares)
Explora LATAM L/S	11,7%	87,2%
<i>BRASIL</i>	<i>47,6%</i>	<i>-13,7%</i>
<i>MEXICO</i>	<i>0,7%</i>	<i>-13,4%</i>
<i>CHILE</i>	<i>16,0%</i>	<i>-8,8%</i>
<i>PERU</i>	<i>42,7%</i>	<i>-3,6%</i>
<i>COLÔMBIA</i>	<i>23,7%</i>	<i>-23,3%</i>

Fonte: Bloomberg, Explora

* *Início do fundo Maio 2015*

Enquanto que os primeiros investidores do fundo se beneficiaram principalmente das posições vendidas (shorts) do nosso portfólio, que contribuíram com 46% do retorno líquido de 67% de 2016, esse ano são as posições compradas (longs) que explicam a maior parte do retorno. Nossos longs geraram um ganho de 13,2% em um retorno total de 11,7% ao mesmo tempo em que os shorts representaram uma queda de 4,6%, gerando um alpha substancial.

Tabela 2: Atribuição Explora LatAm LS

Explora LATAM L/S	1º Semestre 2016 (Em Dólares)	Desde o Início* (Em Dólares)
Longs	13,2%	18,3%
Shorts	-4,6%	46,8%
FX	7,6%	45,2%
Others	-4,5%	-23,1%
Total	11,7%	87,2%

Fonte: Explora

* *Início em Maio 2015*

Assim como aconteceu no ano passado quando as empresas brasileiras foram a grande fonte de retorno no lado short do portfólio, esse ano elas são novamente o grande destaque, porém do lado long. As posições no Brasil contribuíram com quase 10% de retorno, a maior parte vindo de posições long já que a carteira de shorts no Brasil gerou uma pequena perda de 0,20% no semestre. Nosso bom desempenho no Brasil foi em grande parte determinado por nossa disciplina de investimento. Entre dezembro e fevereiro fizemos importantes ajuste na carteira reduzindo e cobrindo posições que se aproximaram de seus preços alvo após a forte correção ocorrida no período. Entre dezembro e junho, saímos de quinze posições short no Brasil para apenas seis, reduzindo nossa exposição bruta short no Brasil de 45% para 11%. No lado long aproveitamos o momento de queda nos mercados entre janeiro e fevereiro para adicionar dois novos nomes ao Portfólio bem como aumentar o peso de algumas posições existentes. As maiores contribuições entre as posições long no Brasil foram: Raia Drogasil (+350 bps), Itausa (+230bps), Cetip (+140 bps) e Fleury (+130 bps).

O México contribuiu com um retorno de 3% no período e os outros países adicionaram 2%.

O México continua gerando contribuições importantes para o fundo, mesmo não igualando a performance de outros mercados da região. Durante o primeiro semestre de 2016 adicionamos três novas posições short no México e apenas uma posição long, a concessionária de aeroportos OMA. Abaixo detalhamos a tese do nosso investimento em OMA bem como o de América Móvil, uma posição short no México perto de completar um ano no portfólio. Começamos por discutir Mercado Libre, uma posição long que vem sendo reduzida à medida que nos aproximamos de seu preço alvo.

Empresas Seleccionadas

Long Mercado Libre (MELI, EUA – Valor de Mercado: US\$ 6.2 B)

Mercado Libre é uma das posições de melhor performance em nosso portfólio e é um nome que gerou boas oportunidades, no ano passado e anteriormente também, tanto por características da empresa, como pela falta de cobertura. Para ilustrar a complexidade de se cobrir a empresa destacamos alguns fatores: ela é baseada na Argentina, com sua receita advinda de diversos países da América Latina, negociada na Nasdaq nos Estados Unidos e, por esses fatores quem cobre a empresa na maioria do mercado são analistas de Telecom que muitas vezes não tem um nível de entendimento adequado da empresa.

Mercado Libre é o maior e-commerce da América Latina, com a maior parte de sua geração de caixa vindo do Brasil, e mesmo com o quadro recessivo brasileiro, conseguiu registrar um aumento de mais de 50% em seu faturamento em reais no país, favorecido por estar muito bem consolidado no e-commerce que vem cada dia mais se provando como o novo modelo eficaz de varejo. Mercado Libre no período foi capaz de aumentar seu market share, oferecendo novos serviços como métodos de pagamento e logística que mitigam os riscos e asseguram as negociações. Essas novas ferramentas também criaram novas fontes de receita e melhoraram a experiência de compra aumentando a fidelidade dos usuários. A Empresa é considerada Top of Mind em e-commerce, conta com o maior número de SKU´s do Mercado e é um ambiente favorável para compras nos melhores preços de modo que muitos vendedores usam somente o site como sua loja virtual.

A Companhia focou na melhoria da monetização por transação, e com a adição dos serviços de pagamento e logística conseguiu aumentar a comissão por transação de 6% para 9,5%. Esse aumento foi liderado pelo Brasil onde essas iniciativas já estão mais evoluídas e o valor recebido pela Mercado Libre atingiu 15%. O desenvolvimento dessas ferramentas nos outros países da América Latina já vem sendo implementado e vem ganhando tração, com isso o crescimento da empresa ainda tem um longo horizonte mesmo considerando as economias desgastadas na região.

Mais uma vez, respeitando nossa disciplina de investimento, tendo a ação atingido nosso preço target, se valorizando mais de 56% em menos de um ano, ao longo das últimas semanas viemos reduzindo de forma significativa nossa posição em Mercado Livre.

Long OMA (OMAB, México – Valor de Mercado: US\$ 2.3 B)

Servindo 15 milhões de passageiros por ano, OMA é a concessionária responsável pela operação de 13 aeroportos nas regiões norte e central do México, sendo cerca de metade da receita gerada no aeroporto de Monterrey. O tráfego aéreo no México tem crescido a uma taxa média de 8% ao ano há 5 anos e acreditamos que este ritmo se mantenha assim por alguns anos a frente já que o transporte rodoviário ainda responde por 90% das viagens de mais de 1200 km. Com uma média de 0,3 vôos per capita ano, o mercado aéreo mexicano é muito sub-penetrado mesmo quando comparado a países com nível de renda semelhante como o Brasil onde a penetração é 60% maior. Assim como aconteceu no Brasil no início dos anos 2000, a migração de viagens rodoviárias para aéreas está sendo estimulada por um incremento da renda disponível do lado da demanda e pelo surgimento de empresa aéreas de baixo custo como a Volaris e a Aerobus que oferecem passagens aéreas baratas focando no mercado de baixa renda. Com passagens aéreas oferecidas a preços similares às rodoviárias nas rotas mais importantes, os hábitos vão mudando com o tempo e o transporte aéreo vai tornando a primeira escolha em trajetos mais longos. Esse é o caso do Brasil onde o transporte aéreo responde por 60% das viagens de longa distância.

As concessão aeroportuárias no México seguem um modelo Dual Till onde somente a parte aeronáutica do negócio é regulada com tarifas calculadas de modo a remunerar os investimentos realizados na infraestrutura a uma taxa de retorno pré-definida pelo governo. Nesse modelo o operador é livre para explorar como quiser todas as atividades relacionadas à publicidade, comércio e alimentação, o que é crucial para entender porque a OMA é um negócio tão interessante. As receitas comerciais da OMA representam 25% da sua receita total e um percentual ainda maior do seu EBITDA já que essas atividades dividem a infraestrutura já existente dos aeroportos com poucos custos adicionais. Além disso, as receitas comerciais crescem a reboque do crescimento do tráfego que por sua vez é suportado por investimentos que são remunerados pela parte regulada do negócio elevando o giro do ativo e trazendo o ROIC para um patamar que deve chegar em 20% em 2016.

Aproveitamos a oportunidade de adicionar OMA ao nosso portfólio em janeiro quando a ação caiu por conta do receio de que sua controladora ICA, que passa por problemas graves de liquidez, vendesse de forma caótica no mercado suas ações fora do bloco de controle. A ICA conseguiu se desfazer sem maiores dificuldades das suas ações de modo que o que vem prevalecendo na precificação da ação são os sólidos fundamentos da empresa.

Long Cetip (CTIP3, Brasil – Valor de Mercado: US\$ 3.6 B)

Cetip é uma bolsa de registro de ativos, que tem duas principais divisões de negócios: a Unidade de Títulos e a Unidade de Financiamentos. Responsável pelo registro, custódia e liquidação de quase todos os títulos de renda fixa de empresas privadas do Brasil e todas as atividades envolvidas no processamento de transferências interbancárias, a Unidade de Títulos gera mais de 2/3 de todas as receitas. A Unidade de Financiamentos origina o resto das receitas, trabalhando em conjunto com bancos e departamentos estaduais de trânsito para manter o registro de 75% dos financiamentos de veículos no Brasil

Enquanto as receitas têm um padrão muito previsível e estável na Unidade de Valores Mobiliários, o lucro da Unidade de Financiamento é muito mais dependente da atividade econômica. Ainda sim, a empresa tem poder de barganha suficiente para aumentar as

tarifas mesmo em uma economia severamente contraída, uma competência bem refletida em seu ROIC perto de 30%. Apenas para ilustrar o ponto acima, os preços mais elevados no 1Q16 foram capazes de reduzir uma queda de 13% em volume para uma queda de apenas 3% na receita.

A Cetip tem sido capaz de manter seu fluxo de caixa crescendo a uma taxa de dois dígitos, uma vez que está constantemente se reinventando através de novas fontes de receita. Uma das iniciativas, por exemplo, é o seu projeto para expandir o registro de empréstimos de sua Unidade de Financiamentos ao crédito imobiliário já que atualmente não há um banco de dados unificado para o registro de hipotecas no Brasil. A proposta da Cetip é conectar todos os milhares de cartórios em todo o país para alterar os registros de imóveis on-line, abrindo um mercado potencial de mais de 300.000 registros adicionais por ano.

Ao final de 2015, fomos surpreendidos com a proposta de combinação da BM&F Bovespa (a bolsa de ações e futuros dominante no Brasil) com a Cetip. O acordo complementa a Cetip como bolsa, incluindo no negócio valores mobiliários listados e futuros. A primeira consequência do acordo é a eliminação de ameaças competitivas uma vez que ambas as empresas estavam tentando criar plataformas para entrar em seus respectivos mercados. Além disso, os executivos das duas empresas podem agora concentrar seus esforços em projetos mais rentáveis. A nova empresa é muito mais equilibrada para enfrentar a natureza cíclica da economia já que a Renda Fixa gera 25% das receitas enquanto outros 30% são gerados em operações no mercado de ações. A aprovação do CADE parece muito provável devido a pouca sobreposição entre as empresas e é esperada até o final deste ano. Com o negócio concluído, esperamos um retorno adicional de 20% sobre essa posição.

Short AMX (AMX, EUA – Valor de Mercado: US\$ 40.2 B)

A América Móvil é a maior empresa de telecomunicações da América Latina e também a terceira maior operadora de telefonia móvel do mundo, com 360 milhões de clientes em 18 países. O México, no entanto, é de longe o seu melhor mercado em termos de ROIC, respondendo por cerca de metade do seu EBITDA e pela maior parte de sua geração de caixa. Esta é exatamente a razão pela qual temos uma posição short na AMX, pois o México está passando por uma mudança de paradigma em termos de regulação e competição. Suportando este movimento há uma mudança de atitude do regulador em relação a competição, que vem criando regras destinadas a reduzir o market-share dos chamados agentes preponderantes, que é o caso da América Móvil no mercado de telecomunicações.

O México é um dos mercados de telecomunicações mais concentrados do mundo, onde a AMX responde sozinha por 70% do mercado. Sendo este um setor com forte concentração de custos fixos, concentração significa rentabilidade, o que torna a AMX uma das empresas mais rentáveis do setor no mundo com uma margem EBITDA no México de cerca de 50%.

Uma série de medidas já aprovadas pelo regulador já levaram a uma deflação de 15% nos preços dos serviços de telecomunicações no México, prejudicando a rentabilidade da AMX que viu sua margem cair 700 BPS neste período. No entanto, o que realmente muda o jogo para a empresa, são as medidas implementadas com o objetivo de estimular a entrada de novos competidores nesse mercado. Ao adquirir as duas menores empresas do setor, a AT&T colocou o México no centro de sua estratégia, transformando o numa extensão do mercado norte-americano através da eliminação das tarifas de longa distância entre os dois países. Conversas que tivemos com ambas as empresas indicam que enquanto a AT&T deve ser agressiva na precificação para aumentar seu market-share e ganhar escala, a AMX responderá de forma igualmente agressiva privilegiando a retenção dos clientes em detrimento da rentabilidade.

Uma boa sinalização do que está por vir foi o resultado reportado pela AMX no primeiro trimestre de 2016 quando a receita média por usuário (ARPU) no México caiu 11% em relação ao trimestre anterior resultando numa queda também sequencial de 15% no EBITDA na medida em que a AMX cortou preços numa reação ao primeiro movimento agressivo de redução de preços da AT&T desde que entrou no mercado mexicano. O preço da ação seguiu a piora de rentabilidade da empresa caindo 11% em uma única sessão. Entendemos que o efeito do impacto da AT&T no mercado mexicano não está ainda refletido no preço das ações da AMX. O ambiente mais competitivo vai continuar corroendo a grande fortaleza da AMX que é a sua geração de caixa. Conforme o México caminha para se tornar um mercado mais competitivo, com duas grandes empresas, as margens devem convergir para níveis mais próximos da média da indústria. Com isso, o EBITDA deve cair aproximadamente 25 % no que é ainda o principal mercado da AMX reduzindo sua geração de caixa consolidada pela metade.

Perspectivas e Posicionamento de Portfólio

O primeiro semestre foi extremamente volátil para os mercados globais e em especial para os mercados emergentes. Entendemos que esta volatilidade ajuda a criar muitas oportunidades para fundos baseados em análise fundamentalista como a Explora e procuramos aproveitar através da nossa disciplina de investimento.

Foi durante o sell-off acentuado dos mercados que se deu até o início de fevereiro quando o MSCI Latam chegou a cair 13,5% em Dólares neste período, que tivemos as grandes oportunidades. Como muitas posições short se aproximaram de seus preços alvo e algumas grandes empresas estavam oferecendo um bom ponto de entrada, nossa exposição líquida aumentou para 48% em junho (em dezembro era de 40%). A maior parte desse aumento veio do Brasil (+ 6%), onde a nossa exposição líquida agora é de 30% (era 24% em dezembro). Ao final de junho, nós havíamos coberto nove posições short e uma posição long no Brasil. A exposição líquida no México manteve-se em 15% com um aumento tanto nos longs (OMA) quanto nos shorts (América Móvil e 3 outros shorts). A exposição líquida restante de 3% veio de outros países. Assim, mais como consequência da maturação dos shorts do que pelo aumento dos longs a exposição líquida do Fundo cresceu, enquanto a sua exposição bruta diminuiu de 140% em dezembro para 100% em junho.

Tabela 3: Exposição Baseada em empresas por região (% of NAV)

	Long	Short	Net	Gross
Brasil	42%	-11%	31%	52%
México	21%	-1%	20%	22%
Others	8%	-11%	-3%	19%
Total	71%	-23%	48%	94%

Fonte: Explora

O Brasil continua a ser o único país da região com crescimento negativo do PIB. No entanto, foi o melhor mercado em desempenho na região. Acreditamos que isso foi devido à combinação de 1) ser em janeiro o maior underweight dos investidores em Latam e provavelmente um dos maiores entre os mercados emergentes, e 2) ter restaurado parte da confiança dos investidores com um novo governo que aparentemente tem mais apoio político para aprovar as grandes reformas necessárias para tornar sustentável a estabilidade fiscal do país no longo prazo.

No entanto, como temos comentado, 1) com base nas empresas brasileiras que cobrimos não vimos ainda evidências claras de que uma melhoria na economia esteja ocorrendo, e 2) a grande mudança até agora veio da redução no custo de capital com a curva de juros fechando 400bps para 12% e, provocando uma grande reavaliação no valor das ações. Como um lembrete, a maioria dos nossos longs no Brasil não dependem do nível de atividade econômica. Os outros países da região continuam crescendo seu PIB entre 2 e 5% e não passam por incertezas políticas como o Brasil.

Continuamos confiantes que a dispersão dos retornos seguirá elevada com muitos investidores permanecendo céticos em relação à região e ao grupo de países emergentes como um todo. Esperamos continuar a nos beneficiar desta dispersão com a nossa abordagem de valor e qualidade.

Desde já, agradecemos a atenção e estamos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Atenciosamente,

Time Explora

]

Disclaimer:

As informações contidas neste documento são de caráter exclusivamente informativo. A Explora Investimentos não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro.

FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC.

Os fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos.

RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA

NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. OS FUNDOS PODERÃO ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS

DE POUCOS EMISSORES COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES.

ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.

Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passaram a fazê-lo com base na cotação de fechamento em que o ativo apresentou maior liquidez, desde que tenha sido negociado pelo menos uma vez nos últimos 90 (noventa) dias. Assim,

comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.

O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

Administrador/Distribuidor: Santander Securities Services Brasil DTVM S.A. (CNPJ: 23.028.795/0001-41). Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 2235, Torre JK, São Paulo, SP, CEP 04543-011. Telefone: (11) 3553-6910 / (11) 3553-5829. - www.crvdtvm.com.br - SAC: 0800 762 7777. Ouvidoria: 0800 726 0322.