



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela IP Capital Partners, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. 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 Créditos - FGC.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. 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. Nos fundos geridos pela IP Capital Partners a data de conversão de cotas 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 IP Capital Partners 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 do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A IP Capital Partners não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

As cotas do IP Fund SPC não são registradas na CVM e não podem ser oferecidas, distribuídas, resgatadas ou transferidas no Brasil.

IP-Participações / IP-Value Hedge	04
Alphabet	05
AB Inbev	08
Aleatórias	15
Performance	17
Informe IP-Participações	17
Informe IP-Value Hedge	19
Principais Características	21
Informações Complementares	22

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

Como comentamos em relatórios recentes, a retirada de liquidez dos mercados pelo banco central americano, principalmente via juros básicos mais altos e venda de *Treasuries*, poderia provocar efeitos importantes nos preços dos ativos em geral. Nos últimos meses, esses efeitos ficaram mais evidentes. O medo que acompanhou a alta repentina da taxa dos *Treasuries* de 10 anos causou um belo alvoroço nos mais diversos mercados. Da nossa parte, só temos a comemorar.

Para os participantes que investem tentando adivinhar os próximos movimentos do mercado, a situação pode ser realmente angustiante. Para estes, resumidamente, se o custo de oportunidade (juro) sobe, o mercado tem que cair. E, para quem acredita que esse é apenas o início de um ciclo mais longo de aumento de juros, a conclusão é se adiantar e vender antes do mercado cair ainda mais. Esse investidor não só não irá aproveitar os preços mais atraentes disponibilizados pelo mercado, como poderá realizar perdas permanentes em vendas inoportunas.

Por outro lado, para investidores em ações que estão focados em obter retornos atraentes em termos absolutos a longo prazo, a confusão nos mercados é uma verdadeira dádiva. Assumindo que o investidor esteja aproximadamente certo em suas estimativas, se o *cash flow* projetado das empresas investidas já indicava um retorno prospectivo atraente aos preços anteriores à queda nas ações, o lógico seria que esse

retorno futuro aumentasse à medida que as ações passassem a custar substancialmente menos. Em se tratando de empresas de fato excelentes, negociando a bons preços, não seriam 1% ou 2% a mais nos juros que – após quedas relevantes nos preços das ações – tornariam novas compras pouco atrativas.

Como já dissemos, os mercados são cíclicos e sujeitos a choques de tempos em tempos. É útil compreendermos o racional de outros participantes dos mercados, mas nossa preocupação nunca é antecipar tendências macro ou os choques em si. Nossa principal preocupação é estarmos preparados. Queremos antecipar, sim, quais serão as companhias capazes de gerar valor por méritos próprios, com consistência e que conseguirão navegar ou mesmo tirar vantagem dos cenários adversos que sempre aparecem.

PORTFÓLIO

A chacoalhada recente no mercado americano foi muito bem-vinda. A queda nas ações de algumas empresas, quando combinada com a evolução consistente destes negócios, criou boas oportunidades para usarmos parte do caixa que vínhamos levantando nos trimestres anteriores.

Iniciamos dois pequenos investimentos: Facebook e Charter. São negócios pelos quais já tínhamos grande admiração e que, por razões específicas que acreditamos ser transitórias, sofreram quedas

relevantes que buscamos aproveitar. Falaremos mais destes casos em relatórios futuros.

Com uma alta de mais de 30% este ano, reduzimos de maneira relevante o investimento em Amazon. Vamos continuar a participar da impressionante evolução da empresa, porém, com uma posição menor. Por maiores que sejam seus méritos, o preço nos dá certa vertigem nos níveis atuais.

No Brasil, reduzimos nossos principais investimentos – em especial Itaú/Itaúsa, Energisa e B3 – após as fortes altas no início de ano eufórico do mercado local. Mais recentemente, após um período de maior complacência em relação à incerteza eleitoral, os riscos finalmente começaram a ser refletidos nos preços dos ativos. Enquanto ações de empresas estatais, de negócios mais cíclicos e de qualidade inferior subiram com a descompressão da economia e a valorização de algumas *commodities*, algumas das empresas do nosso universo começaram a voltar para patamares de *valuation* mais razoáveis. Novamente, da nossa parte, só temos a comemorar.

Brincamos internamente que nossos fundos são como pequenos bonsais. Para obtermos bons resultados não há atalhos: apenas o cultivo cuidadoso, com muita energia e dedicação.

Nessa linha, as variações recentes das cotas contam uma história bastante limitada sobre nossos investimentos. As otimizações, embora sempre

cuidadas, são constantes. A dispersão nos retornos das ações investidas pelos fundos neste ano tem sido maior do que a média – o que tem nos permitido fazer ajustes interessantes. Além disso, a maior volatilidade em conjunto com a possibilidade de alocarmos capital rapidamente tanto para oportunidades no Brasil quanto no exterior, nos dá uma flexibilidade que tende a aumentar os retornos potenciais. Finalmente, a nossa satisfação no dia a dia só cresce à medida que podemos nos dar o luxo de nos restringir a negócios realmente especiais. Com o passar do tempo, isto nos possibilita aumentar a qualidade dos negócios em que investimos e, conseqüentemente, aumentar com segurança a performance dos fundos.

Seja qual for o cenário que encontrarmos mais à frente, acreditamos que estamos muito bem posicionados. Para atravessar quaisquer intempéries, nada como ter participações em negócios fortes, rentáveis, que crescem, geram caixa e negociam a preços razoáveis – além, claro, de um nível de caixa ainda muito confortável.

Neste relatório faremos mais alguns comentários sobre nossos investimentos em Alphabet (Google) e Anheuser-Busch InBev.

ALPHABET

No relatório do 2º trimestre de 2017 explicamos o racional do nosso investimento em Alphabet, a holding que controla o Google. O ritmo da empresa segue forte. Na segunda metade de 2017, o crescimento

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

acelerou para 23% a.a. – algo que se manteve no primeiro trimestre de 2018. Mesmo o negócio de Search nos EUA, o mais maduro, tem conseguido sustentar taxas de crescimento da ordem de 20%. Tal crescimento é potencializado pelo YouTube, que estimamos em 30% ao ano, e os segmentos Google Play (apps), Hardware (como o celular Pixel) e Cloud, que juntos crescem na faixa de 40% ao ano. Uma bela performance para uma empresa com receitas acima de US\$100 bilhões por ano.

No Search, de longe o maior negócio, o Google tem inovado para reduzir atrito e tornar-se ainda mais valioso e integrado na vida dos usuários e anunciantes. Um exemplo é o recém anunciado Shopping Actions, uma solução de e-commerce que permite que o usuário adicione produtos de diferentes vendedores em um mesmo carrinho de compras, direto da página de resultado de busca. O pagamento é feito de uma só vez e a entrega é gratuita a partir de um determinado valor. A cobrança do anúncio é por percentual da venda efetivamente realizada, e não por clique – o que permite ao Google capturar mais do valor da transação. Outro exemplo é o amadurecimento do Google Hotel Ads, uma solução que compara preços de hotéis em diversos sites, como Expedia e Booking, além de estimular os próprios hotéis a anunciarem direto no Google. O resultado tem sido um fortalecimento gradual dos hotéis frente às agências digitais, com, novamente, mais valor capturado de ambos pelo Google.

As margens, por outro lado, continuam a apertar. Comentamos sobre isso anteriormente. A razão é que os negócios que mais crescem hoje (YouTube, Hardware e Cloud) possuem margens estruturalmente mais baixas que o Search. Não ajuda o fato de que, no próprio Search, tem aumentado a proporção do uso por meio de dispositivos móveis – no qual a empresa paga fabricantes como a Apple para manter o Google como serviço padrão de busca. Mesmo assim, o lucro bruto recorrente da companhia tem crescido na faixa de 17-20% ao ano, o que não é nada mal. Quando deduzido de despesas estáveis em proporção às receitas, o lucro líquido mantém ritmo parecido de evolução.

Sundar Pichai (CEO) e Ruth Porat (CFO) lembram continuamente aos investidores que o foco da Alphabet não é expandir a margem, mas sim o lucro em termos absolutos. Por isso, investidores devem esperar fortes investimentos para viabilizar o crescimento futuro da companhia, seja via pesquisa e desenvolvimento, marketing ou investimentos em ativos fixos (CAPEX). No 1º trimestre de 2018, o CAPEX atingiu US\$7,3 bilhões, metade para a expansão dos escritórios e instalações, e a outra metade para o aumento da capacidade computacional da empresa para fazer frente particularmente aos serviços intensivos em processamento, como inteligência artificial. De vez em quando, tais números assustam o mercado, o que nos ajuda a aumentar a nossa posição a preços atraentes. Não vemos problema em a empresa investir pesadamente no seu futuro.

Pelo contrário, vemos a Alphabet posicionada para liderar e tirar enorme valor de técnicas de AI, que por natureza são intensivas em hardware.

Um exemplo disso é a iniciativa de carros autônomos, hoje chamada Waymo, que está saindo da pura teoria. Em Phoenix, no Arizona, a Waymo está fazendo o piloto de um serviço de transporte 100% autônomo.¹ Até o final do ano estará aberto para a população da cidade. A Waymo já rodou 9 milhões de quilômetros com seus carros autônomos, e parece estar na liderança da corrida tecnológica para que eles se tornem realmente funcionais e seguros. O foco da companhia é atingir a autonomia total dos carros – não apenas em estradas bem sinalizadas e outras situações mais simples, como fazem hoje os carros da Tesla. O argumento é que as pessoas não sabem lidar com autonomia parcial de forma segura. Seus testes mostram que os usuários rapidamente passam a confiar demais no sistema e se distraem. Algo que funciona 95% do tempo, mas que de vez em quando surpreende o motorista numa situação crítica pode ser mais perigoso do que não ter autonomia nenhuma. Os casos recentes do atropelamento de uma ciclista por um carro autônomo da Uber e o acidente que matou um cliente da Tesla ao bater de frente numa mureta – em que a distração dos motoristas foi decisiva – nos parecem confirmar que a autonomia total deve ser o foco. A Waymo é uma das *Other Bets* da Alphabet, que não gera receitas significativas atualmente e não configuram nos cálculos de valor que fazemos da companhia. Sua evolução aumenta a nossa esperança

de que os investimentos nas *Other Bets* não sejam puro desperdício de capital.

Os maiores riscos para o nosso investimento continuam no campo da regulação, em particular o antitruste. No ano passado, a companhia foi multada em €2,4 bilhões por sua operação de comparação de preços de produtos na Europa. Ela está recorrendo da decisão enquanto atende às exigências da Comissão Européia. Essa discussão ainda pode trazer dores de cabeça para a Alphabet, dado que existem grupos de lobby bem organizados fazendo pressão pública para uma solução técnica mais favorável a eles. Aparentemente, querem forçar o Google a direcionar usuários gratuitamente para seus sites – algo difícil de defender juridicamente.

Outra questão parece mais delicada: a do Android. A Alphabet é investigada por práticas não competitivas como condicionar a presença da loja Google Play nos celulares dos fabricantes à instalação de outros aplicativos da empresa, como Search, Maps e YouTube. A empresa tem buscado resolver a questão com a Comissão Européia, mas não nos surpreenderia que outra multa importante aparecesse junto da imposição de condições para a comercialização do Android. Uma possibilidade é impedir que o Google obrigue os fabricantes de smartphones a adotarem todos os seus aplicativos de uma vez, deixando-os escolher um a um. Outra possibilidade é o surgimento de lojas que compitam com a Google Play. Em ambos os casos, teríamos uma perda de poder de barganha da Alphabet frente aos fabricantes e potencialmente

¹ Esse vídeo mostra como o sistema funciona: <https://www.youtube.com/watch?v=B8R148hFxPw>

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

custos mais altos de aquisição de tráfego para o Search. É um cenário a considerar. Como atenuante, acreditamos que serviços como Search, Maps, YouTube e a própria Play Store, sejam líderes por méritos reais percebidos pelos usuários, e não por simples imposição. Vemos, portanto, mesmo este cenário como gerenciável pela empresa.

Nossas contas apontam que Alphabet negocia a aproximadamente 20x o lucro recorrente de 2018. Eliminamos o caixa líquido do valor de mercado e capitalizamos (ao invés de contabilizar como despesa) as *Other Bets*. Achemos o preço bastante atraente para um negócio com as forças e o crescimento da Alphabet, o que nos fez aumentar nossa posição ao longo dos primeiros meses do ano.

ANHEUSER-BUSCH INBEV (ABI)

O negócio da ABI nos atrai por diversos aspectos. O business de cerveja é razoavelmente previsível, forte gerador de caixa, possui oportunidade de crescimento orgânico e um risco relativamente baixo de possíveis choques de tecnologia (especialmente em países em desenvolvimento). Além disso, a ABI tem um grande domínio de mercado (com cerca de 30% do volume global de cervejas e quase 50% do lucro do setor) e um management talentoso, alinhado e com um histórico invejável de execução.

Nos últimos anos, mantivemos uma posição na empresa cujo tamanho variou entre pequeno e médio. Recentemente, uma combinação de fatores

nos deu uma boa oportunidade para aumentarmos nosso investimento.

Nos últimos cinco anos, a ação da ABI em dólares valorizou apenas 20% enquanto o S&P500 subiu 84%². O principal arrasto foi a queda do lucro por ação em 9% entre 2012 e 2017 devido: (i) à falta de crescimento orgânico de volumes (em boa parte devido à recessão econômica no Brasil), (ii) à desvalorização das moedas emergentes, gerando impacto acumulado negativo de aproximadamente US\$6,6 bilhões no EBITDA, (iii) aumento da alavancagem de 1,9x dívida líquida/EBITDA para 4,7x no período – fruto da aquisição da SAB e (iv) a diluição dos acionistas nessa mesma aquisição.

Em 2018, o valor de mercado da ABI caiu cerca de 10%, saindo de US\$210 para US\$189 bilhões³, acompanhando uma queda generalizada nas ações de empresas globais de bens de consumo – em especial após o aumento nos *yields* de *treasuries* longos –, mas também em virtude de algumas preocupações relativas à própria companhia.

Nossa opinião é que as preocupações possam ter sido exageradas e que os riscos sejam administráveis. Por exemplo, muitos participantes do mercado passaram recentemente a questionar a capacidade da cultura empregada pelos sócios da 3G Capital em incentivar inovação e gerar crescimento orgânico, tanto na ABI quanto na Kraft Heinz. Nós enxergamos as duas situações como separadas: são negócios, regiões e equipes diferentes com perspectivas futuras distintas.

² Data de fechamento 30/04/2018 (ajustado por dividendos).

³ Data de fechamento 30/04/2018.

Apesar de reconhecermos que a ABI não cresceu volume organicamente nos últimos 5 anos, com a aquisição da SAB Miller (SAB) ela está hoje bem melhor posicionada para voltar a crescer.

A queda de volumes apresentada nos EUA – que atingiu o seu pico em 2008 – também é motivo de preocupação. Como essa também é das regiões mais rentáveis e mais geradoras de caixa, uma ruptura poderia causar uma desalavancagem operacional importante e colocaria em risco a capacidade da empresa de manter seus dividendos e/ou gerir sua dívida. As marcas Budweiser e Bud Light, que representam cerca de 60% dos volumes nos EUA, vêm sofrendo com uma piora no ambiente competitivo. A queda de volume dessas duas marcas é da ordem de 5,8% e 6,5%, respectivamente, nos 4 primeiros meses de 2018⁴. Por outro lado, a categoria Super Premium, que representa aproximadamente 15% dos volumes e tem margens altas (exemplo: marca Michelob Ultra), cresce a taxas de dois dígitos, o que ajuda a contrabalancear o declínio das marcas mais populares. Acreditamos que, ao longo dos próximos anos, o efeito dessa mudança de *mix* tende a diminuir bastante a queda de receitas nos EUA. De qualquer forma, por seu desempenho relativo e também pelas outras aquisições realizadas pela ABI, a região vem perdendo relevância na empresa ao longo dos anos. Em 2012, os Estados Unidos representavam 38% do EBITDA total, enquanto que em 2017 esse número havia caído para 26%.

Outro foco de preocupação é o endividamento. De 2015 para 2016, após a conclusão da aquisição da SAB, a dívida líquida aumentou de U\$42 bilhões para U\$108 bilhões e fechou 2017 em U\$104 bilhões. Três pontos nos chamam a atenção sobre esse aumento de dívida: (i) o risco de uma normalização (aumento) das taxas de juros no mundo, (ii) o risco de rolagem e (iii) o risco do descasamento entre os fluxos de caixa denominados em diversas moedas, dado que 90% da dívida é denominada em euro e dólar. Em compensação, alguns pontos nos deixam mais tranquilos: (i) 93% da dívida é pré-fixada e o seu custo médio total é em torno de 3,7% a.a., (ii) mais de 60% só começará a ser amortizada daqui a 5 anos – período suficientemente longo para a companhia crescer o seu negócio e melhorar sua relação dívida líquida/EBITDA e, por último, (iii) a companhia possui fluxo de caixa superior ao seu lucro líquido, devido ao seu capital de giro negativo.

Afinal, de onde virá o crescimento?

Apesar dos riscos abordados acima, a ABI tem condições de apresentar um crescimento sustentado no seu negócio nos próximos anos, por alguns motivos:

Primeiro, a ABI hoje é uma empresa mais diversificada geograficamente e com uma maior exposição a países com crescimento. O mercado de cerveja em regiões maduras como os Estados Unidos e a Europa Ocidental praticamente não cresce mais. Nesses mercados, a cerveja perde espaço para bebidas

⁴ Fonte: Dados de crescimento por marca são fornecidos pela Nielsen. Dados até 21/04/2018.

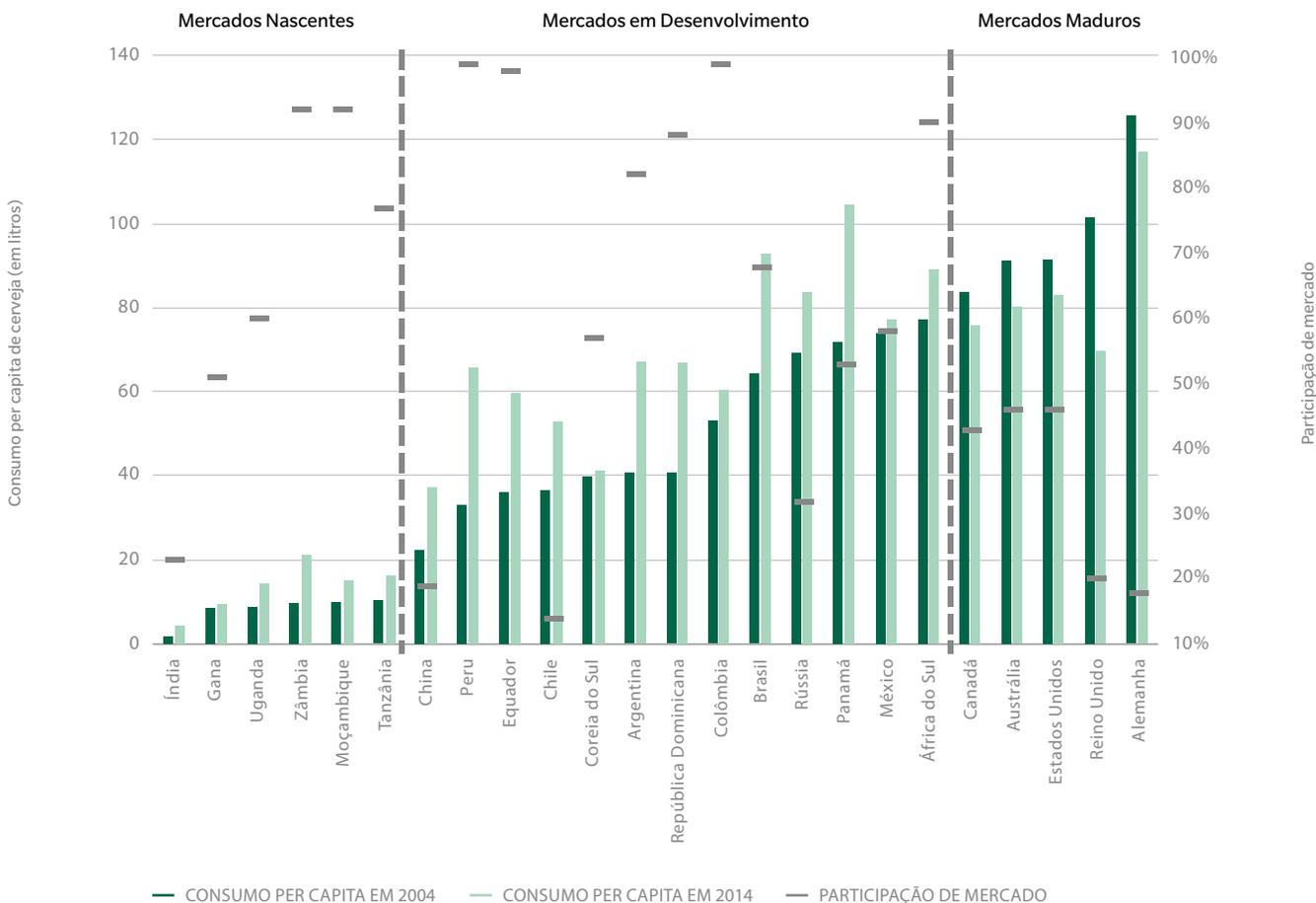
IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

destiladas e as cervejarias vêm direcionando seus volumes para o segmento premium para manter as suas receitas estáveis. Por outro lado, em regiões como Colômbia, México, China e África o mercado de cerveja se mantém em expansão em decorrência do crescimento demográfico, do aumento da renda disponível, do aumento do consumo de cerveja per capita e do ganho de mercado contra bebidas informais. A aquisição da SAB trouxe mercados não somente crescentes, mas também regiões onde a companhia possui fatias expressivas de *market share*,

facilitando o trabalho de melhoria operacional e de expansão do seu portfólio global de marcas.

No gráfico abaixo, podemos visualizar a evolução do consumo per capita de cerveja por país entre 2004 e 2014 e a participação de mercado aproximada atual da ABI em cada região. A combinação de um mercado crescente com uma participação de mercado dominante é matadora. Em 2018, um pouco mais de 70% do volume da ABI será de regiões em que o mercado de cerveja é nascente ou em desenvolvimento.

CONSUMO PER CAPITA DE CERVEJA (EM LITROS) E PARTICIPAÇÃO DE MERCADO POR PAÍS



Fonte: World Health Organization. Apenas a população acima de 15 anos é considerada. Dados da Coreia do Sul, Peru, Tanzânia, Moçambique e Zâmbia são de 2013. Dados da Uganda e Gana são de 2011. Dados de participação de mercado são estimativas do Jefferies para 2016.

Segundo, a dedicação do management para gerar crescimento orgânico é maior do que no passado. Ao integrar a SAB, a ABI tem aperfeiçoado o seu modelo de crescimento, usando o melhor em matéria de gestão de ambas as companhias. Tudo com o objetivo de alinhar a empresa e gerar crescimento de acordo com as particularidades de cada região.

A SAB, por exemplo, era conhecida como uma “criadora de mercado” enquanto a ABI era uma “ganhadora de mercado”. Com a elevada dominância nas suas regiões de atuação (>90% de *market share* na Colômbia, Peru, Equador e África do Sul), a SAB desenvolveu um modelo de crescimento conhecido como o *category expansion framework*. O *framework* organiza estratégias de expansão para um portfólio de marcas levando em consideração as características específicas de cada região, como a curva de maturação do mercado, o grau de liderança da empresa e os segmentos que tendem a ter maior crescimento. A ABI, por sua vez, organizava suas estratégias de expansão com ênfase nas marcas individuais, ao invés de portfólios regionais, o que gerava alguma dissipação de energia. A adoção do *framework* da SAB permitirá que a ABI atue em todas as categorias importantes, antecipando mudanças no comportamento do

consumidor – evitando, assim, ficar atrás da curva em tendências como as “*craft beers*” nos EUA.

A ABI absorveu formalmente o *category expansion framework* em março de 2017. Consequentemente, cada presidente regional desenvolveu um plano de crescimento de três anos para seu portfólio de marcas que foi implementado no início de 2018. Conversas com ex-funcionários da SAB nos indicaram que a cultura mais tomadora de risco da ABI poderá acelerar a estratégia de portfólio de marcas: “*SAB was quite a risk-averse business, so there were many cases where we were too afraid to trial things, whereas ABI is very open to trialing things. From that perspective, I think that could be a nice change in culture that could actually drive growth.*”

Adicionalmente, a empresa modificou os incentivos nos últimos anos para melhor alinhar seus executivos ao crescimento orgânico. Historicamente, a remuneração variável era baseada em quatro métricas: EBITDA, fluxo de caixa, custos operacionais e a participação de mercado. Em 2014, a métrica de custos operacionais foi substituída pelo crescimento total da receita e, em 2016, foram todos substituídos por crescimento da receita e geração de caixa.

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

EVOLUÇÃO DAS METAS DA EMPRESA PARA A REMUNERAÇÃO VARIÁVEL DOS EXECUTIVOS

2011- 2013	2014- 2015	2016- 2017
EBITDA Fluxo de Caixa Custos Operacionais Participação de Mercado	EBITDA Fluxo de Caixa Crescimento Total da Receita Participação de Mercado	Equilíbrio entre: Crescimento da Receita e Geração de Caixa

A ABI também criou três programas de opções de ações com o objetivo de incentivar o crescimento orgânico⁵:

- **Plano de incentivo 2020:** Criado em dezembro de 2015 para 65 executivos. São 4,7 milhões de opções com valor sujeito a uma meta de receita líquida até 2022.⁶
- **Plano de opções de ações de longo prazo:** Criado em dezembro de 2017 para 50 executivos. São 18 milhões de opções com valor sujeito a uma meta de taxa de crescimento orgânico anual de EBITDA até 2024.
- **Plano de incentivo função de “crescimento disruptivo”:** Criado em dezembro de 2015 para os executivos da área de inovação. Eles recebem *stock units* baseado em uma taxa mínima de retorno dos seus projetos.

A última vez que a empresa concedeu um plano de opções de ações com propósito específico foi em 2008

e 2009 quando aproximadamente 100 executivos da ABI receberiam 33 milhões de opções com valor condicionado à empresa diminuir sua alavancagem para 2,5x dívida líquida/EBITDA até o final de 2013. A empresa terminou o ano de 2013 em 2,3x.

Existem diversos outros fatores que ajudarão a sustentar o crescimento no médio prazo, como a incorporação do restante das sinergias da integração com a SAB (US\$1 bilhão remanescente), o *roll-out* das marcas globais (Budweiser, Stella Artois e Corona) para as regiões de legado SAB⁷, o aumento da penetração de marcas premium no portfólio ao longo do tempo; e, por último, não descartamos novas aquisições – apesar de esperarmos que tenham menor relevância que aquisições passadas.

Descompasso entre ABI e Ambev

Uma pequena parte de nosso investimento em ABI é feito por meio de uma estrutura comprada em ABI e vendida em Ambev. No último ano, a Ambev teve uma expansão de múltiplo preço/lucro relevante enquanto

⁵ Além desses três planos, existe também um plano de opções concedido para a integração com a SAB.

⁶ Meta de receita é US\$100 bilhões e pode ser atingida com aquisições.

⁷ Em 2017, as marcas globais representaram cerca de 17% do volume e quase 20% da receita da ABI. Em 2017, elas cresceram receita em 9,8% (vs 5% do portfólio inteiro). Mais da metade do volume e receita vieram de fora dos seus mercados nativos. Em 2017, as marcas globais cresceram 16,8% fora dos seus mercados nativos, acelerando o crescimento comparado à 2016. O mercado nativo da Budweiser, Stella Artois e Corona é Estados Unidos, Bélgica e México, respectivamente.

a ABI teve uma compressão, diferindo de padrões históricos, conforme o gráfico abaixo:

MÚLTIPLO HISTÓRICO DE PREÇO/LUCRO (12 MESES SEGUINTE)



Fonte: Bloomberg (Best PE Ratio – Blended 12m forward)

O preço da ação da Ambev atualmente incorpora um cenário de elevadas expectativas de recuperação de volumes e de melhoria de margens. Mesmo levando em conta uma recuperação expressiva em 2018, a Ambev negocia a cerca de 26x o lucro do ano, ou seja, com um prêmio significativo não somente à ABI, mas também a outras empresas de bens de consumo no mundo. Isso implica que a parcela da ABI, excluindo Ambev, negocia em um patamar de *valuation* mais interessante – cerca de 17x lucro – possuindo perspectivas similares de crescimento de EBITDA em suas operações.

A diferença de *valuation* entre as duas empresas e as principais contribuições geográficas ao EBITDA são visíveis abaixo:

CARACTERÍSTICAS DA ABI, AMBEV E ABI (SEM AMBEV)

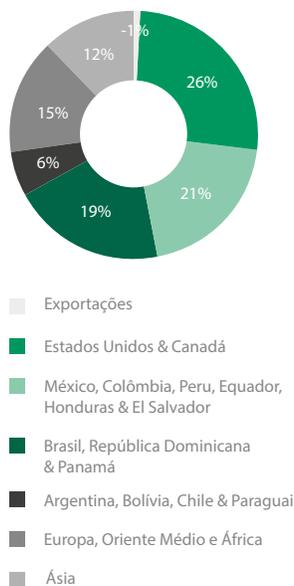
2018 ⁸ (em U\$ bilhões)	ABI	Ambev	ABI (sem Ambev) ⁹
Receita	58,0	14,9	43,1
EBITDA	23,8	6,8	17,0
Imposto	24%	20%	
Lucro Líquido Consolidado	11,6	4,2	7,4
Minoritários	-1,9	-0,2	-0,2
Lucro Líquido	9,7	4,0	7,2
Valor de Mercado	189	106	123
Dívida Líquida	102	-3	105
Dívida Líquida/ EBITDA	4,3x	-0,4x	6,2x
Preço/Lucro	19,5x	26,4x	17,1x

⁸ A ABI é detentora de 61,9% do capital da Ambev. Valores de mercado são referentes ao fechamento de 30/04/2018. Utilizando um câmbio médio de R\$3,45.

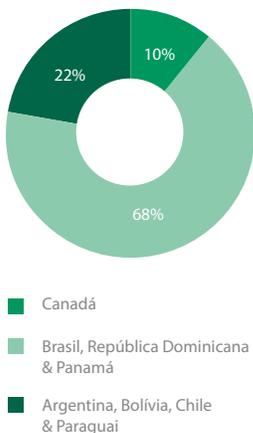
⁹ Valores são calculados como ABI menos 100% da Ambev. O valor de mercado é calculado como ABI menos 61,9% da Ambev.

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

EBITDA 2018 - ABI



EBITDA 2018 - AMBEV



EBITDA 2018 - ABI (EX-AMBEV)



Fonte: ABI. Países com menor representatividade não foram listados nas regiões.

Acreditamos que o excesso de otimismo quanto às operações da Ambev nos oferece uma oportunidade de investimento em condições interessantes no resto do *business* da ABI. Além do mais, como o mercado brasileiro de cerveja já possui um nível razoável de maturação, não vemos um crescimento de volumes no longo prazo maior do que os que outros mercados em desenvolvimento do portfólio da ABI devam apresentar.

Equação 4 → 6 → 8 + 4

Sem fazer grandes esforços e olhando para um horizonte mais amplo, acreditamos que a ABI tenha

condições de crescer, em dólares, suas receitas em 4% a.a., o seu EBITDA em 6% a.a. – por meio de sua excelência operacional e de melhoria contínua – e os seus lucros em 8% a.a., com a redução de sua alavancagem financeira. Ao longo do caminho, seremos remunerados via dividendos em 4% sobre o atual valor de mercado da companhia. Além disso, temos as potenciais opicionalidades de aquisições que a cultura ‘sonho grande’ proporciona. O que vemos é uma boa equação de criação de valor em um negócio de baixo risco gerido por pessoas muito capazes.

ALEATÓRIAS

“Yes, excessive automation at Tesla was a mistake. To be precise, my mistake. Humans are underrated.”

— **Elon Musk**

“Excuse me. Next. Boring, bonehead questions are not cool.”

— **Elon Musk**

“I haven’t the faintest idea how Elon Musk will turn out, but he has a considerable chance of success and considerable chance of failure. He seems to like it that way.”

— **Charlie Munger**

“At Waymo, we are not just building a better car, we are building a better driver. And that driver can be used in all kinds of applications, like ride hailing, logistics, personal cars and connecting people to public transportation. We see our technology as an enabler for all of these different industries. And we intend to partner with lots of different companies to make this self-driving future a reality for everyone.”

— **John Krafcik**

“Building a culture of high standards is well worth the effort, and there are many benefits. Naturally and most obviously, you’re going to build better products and services for customers – this would be reason enough! Perhaps a little less obvious: people are drawn to high standards – they help with recruiting and retention. More subtle: a culture of high standards is protective of all the “invisible” but crucial work that goes on in every company. I’m talking about the work that no one sees. The work that gets done when no one is watching. In a high standards culture, doing that work well is its own reward – it’s part of what it means to be a professional. And finally, high standards are fun! Once you’ve tasted high standards, there’s no going back.”

— **Jeff Bezos**

“The second best business to invest in is the one that generates lots of cash flow. The best is the one that has an exceptional ability to spend that cash flow well.”

— *VC Investor*

“Yesterday’s successes often hinder progress. Successful people are the most difficult people to change.”

— *Jack Ma*

“We’re in an unprecedented situation in history in the sense that nobody knows what the basics about how the world will look like in 20 or 30 years. Not just the basics of geopolitics but what the job market would look like, what kind of skills people will need, what family structures will look like, what gender relations will look like. This means that for the first time in history we have no idea what to teach in schools.”

— *Yuval Noah Harari*

“U.S. cigarette consumption has dropped 44% since 1981. Altria stock is up 71,000% since 1981. Investing is hard.”

— *Morgan Housel*

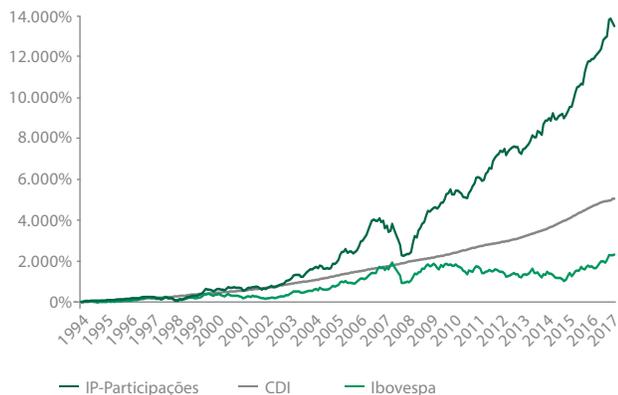
Brian Chesky (CEO of Airbnb) to Jeff Bezos: “Jeff, what’s the best advice Warren Buffett ever gave you?”

Bezos: “[I asked Warren,] your investment thesis is so simple... you’re the second richest guy in the world, and it’s so simple. Why doesn’t everyone just copy you?”

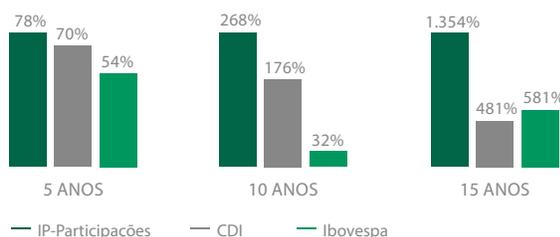
Buffett: “Because nobody wants to get rich slow.”

PERFORMANCE IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE DESDE O PLANO REAL (R\$)



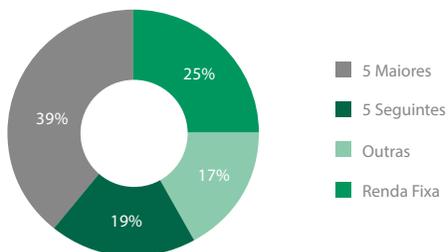
RENTABILIDADE ACUMULADA (R\$)



RETORNOS ANUALIZADOS EM JANELAS DE 5 ANOS (R\$)



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



OBJETIVO: Altos retornos absolutos em períodos de 5 anos.

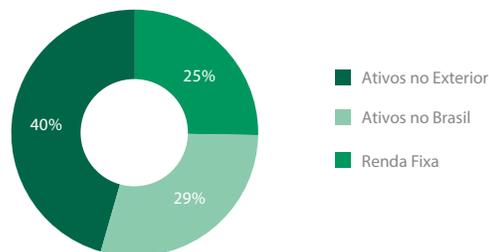
RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽¹⁾ (%)	CDI ⁽¹⁾ (%)
Abril 18	-1,25	0,88	0,52
Março 18	-1,48	0,01	0,53
Fevereiro 18	0,47	0,52	0,46
Janeiro 18	4,92	11,14	0,58
Dezembro 17	0,41	6,16	0,54
Novembro 17	0,72	-3,15	0,57
Outubro 17	2,69	0,02	0,64
Setembro 17	0,90	4,88	0,64
Agosto 17	0,73	7,46	0,80
Julho 17	0,70	4,80	0,80
Junho 17	1,22	0,30	0,81
Mai 17	0,38	-4,12	0,93
12 meses	10,74	31,67	8,10

RENTABILIDADES ANUAIS (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽¹⁾ (%)	CDI ⁽¹⁾ (%)
2018 (YTD)	2,55	12,71	2,11
2017	13,81	26,86	9,93
2016	22,02	38,93	14,06
2015	10,83	-13,31	13,23
2014	9,17	-2,91	10,81
2013	7,41	-15,50	8,05
2012	24,52	7,40	8,41
2011	2,81	-18,11	11,59
2010	23,03	1,04	9,74
2009	87,41	82,66	9,90
2008	-40,61	-41,25	12,37
2007	33,72	43,68	11,82
2006	40,12	33,73	15,05
2005	19,00	27,06	19,00
2004	30,00	17,74	16,17
2003	60,62	97,10	23,28
2002	9,01	-17,80	19,09
2001	10,39	-9,79	17,27
2000	12,45	-10,47	17,33
1999	204,39	150,95	25,17
1998	-19,39	-33,35	28,61
1997	-4,21	44,43	24,53
1996	45,32	63,77	27,17
1995	18,79	-0,88	53,12
1994 ⁽²⁾	142,54	58,97	71,04
1993 ⁽²⁾⁽³⁾	50,54	63,92	21,99

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA



(1) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo.

(2) Retornos em períodos que antecederam o R\$ foram calculados em US\$.

(3) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 26/02/1993.

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 346.567 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 506.857.

O FUNDO

O IP-Participações FIC FIA BDR Nível I (IP-Participações) é um fundo de ações long only que investe tanto em empresas brasileiras quanto estrangeiras, sempre com um horizonte de investimento de longo prazo.

OBJETIVO E ESTRATÉGIA

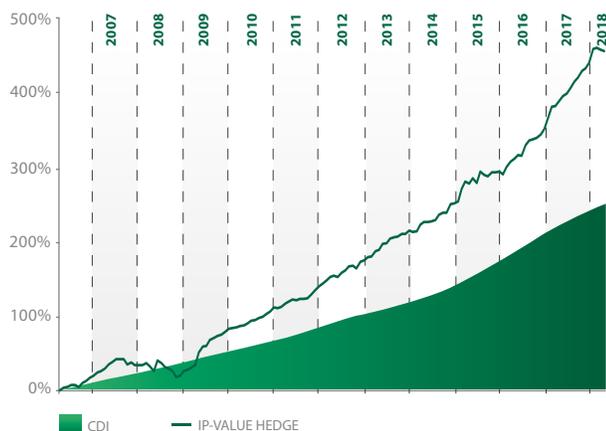
O IP-Participações tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos. O fundo poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

PÚBLICO ALVO

Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

PERFORMANCE IP-VALUE HEDGE

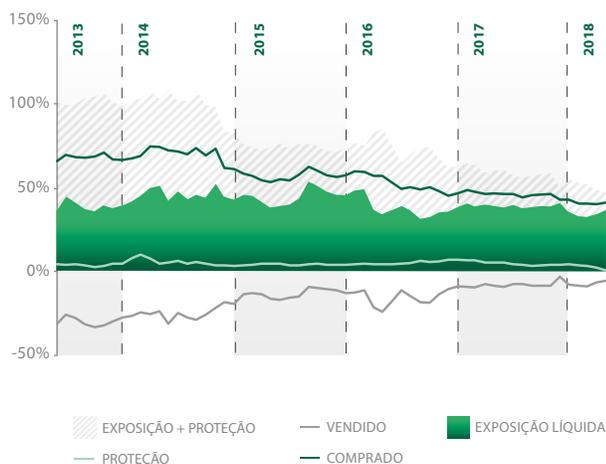
PERFORMANCE



RETORNOS RELATIVOS AO CDI EM JANELAS DE 3 ANOS (R\$)



EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA NOS ÚLTIMOS 5 ANOS



OBJETIVO: Retornos substancialmente acima do CDI em períodos de 3 anos.

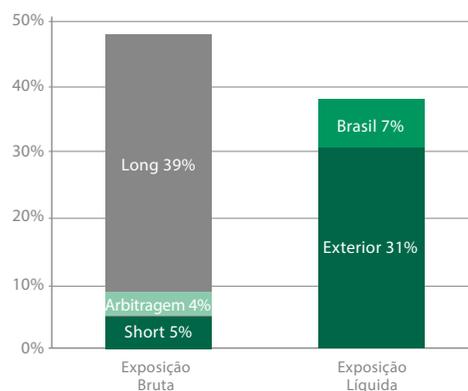
RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
Abril 18	-0,30	0,52	-
Março 18	-0,39	0,53	-
Fevereiro 18	0,30	0,46	64,49
Janeiro 18	3,48	0,58	597,29
Dezembro 17	1,34	0,54	248,60
Novembro 17	0,58	0,57	102,88
Outubro 17	1,72	0,64	267,74
Setembro 17	1,07	0,64	168,49
Agosto 17	1,82	0,80	226,76
Julho 17	1,37	0,80	171,91
Junho 17	0,81	0,81	100,14
Mai 17	1,10	0,93	118,99
12 meses	13,63	8,10	168,25

RENTABILIDADES HISTÓRICAS (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
2018 (YTD)	3,07	2,11	145,42
2017	19,69	9,93	198,36
2016	14,37	14,06	102,19
2015	12,34	13,23	93,28
2014	11,56	10,81	107,01
2013	14,59	8,05	181,21
2012	14,49	8,41	172,20
2011	13,63	11,59	117,56
2010	15,48	9,74	158,86
2009	44,59	9,90	450,52
2008	-5,81	12,37	-
2007	12,02	11,82	101,67
2006 ⁽¹⁾	19,92	9,98	199,67
Últimos 3 anos	47,07	39,62	118,81
Últimos 5 anos	92,34	69,75	132,39

EXPOSIÇÃO ATUAL POR ESTRATÉGIA E GEOGRAFIA



(1) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 13/04/2006. Data do primeiro aporte em 23/10/2003. Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 255.206 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 647.182.

O FUNDO

O IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I (IP-Value Hedge) é um fundo de ações long-short que investe tanto em empresas brasileiras como estrangeiras. O fundo tipicamente tem uma exposição líquida comprada.

OBJETIVO E ESTRATÉGIA

O IP-Value Hedge tem como objetivo proporcionar ganhos de capital substancialmente acima do CDI em um horizonte de investimento superior a 3 anos, através de uma gestão ativa, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos, no Brasil ou no exterior. Para isso o fundo manterá posições compradas em empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam uma rentabilidade compatível com os objetivos do fundo. O fundo deverá manter posições vendidas em empresas cujas características não atendem aos atributos citados acima. O IP-Value Hedge poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

PÚBLICO ALVO

Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
Aplicação mínima	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Aplicação máxima inicial	Nenhum	Nenhum
Valor mínimo para movimentação	R\$ 20.000,00	R\$ 20.000,00
Saldo mínimo de permanência	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Prazo de carência	Nenhum	Nenhum
Horário limite para movimentação	14:00 h	14:00 h
Conta do fundo (para TED)	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1355-2 IP-Participações FIC FIA BDR Nível I CNPJ 29.544.764/0001-20	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1443-5 IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I CNPJ 05.936.530/0001-60
Conversão de cotas na aplicação	D + 1 da disponibilidade dos recursos.	D + 1 da disponibilidade dos recursos.
Resgate	<ul style="list-style-type: none"> • Solicitação do resgate: diária. • Pagamento do resgate: Último dia útil do segundo mês subsequente. • Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate. 	<ul style="list-style-type: none"> • Solicitação do resgate: diária. • Pagamento do resgate: para resgates solicitados até o dia 15, o pagamento será no dia 15 do mês subsequente. Para resgates solicitados após o dia 15, o pagamento será no dia 15 do segundo mês subsequente. • Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.
Taxa de administração	<ul style="list-style-type: none"> • 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. • Provisionada diariamente e paga mensalmente. 	<ul style="list-style-type: none"> • 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. • Provisionada diariamente e paga mensalmente.
Taxa de performance	<ul style="list-style-type: none"> • 20% sobre o ganho que exceder o IPCA+IMA-B yield(*). Com marca d'água. • Provisionada diariamente e paga semestralmente. (*) Ver detalhes no regulamento do fundo. 	<ul style="list-style-type: none"> • 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água. • Provisionada diariamente e paga semestralmente.
Tributação	<ul style="list-style-type: none"> • IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate. 	<ul style="list-style-type: none"> • IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate.
Categoria ANBIMA	Ações Livre.	Ações Livre.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
Gestor e Distribuidor	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com
Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av. Presidente Wilson, 231 - 11º andar Rio de Janeiro, RJ - CEP 20030-905 www.bnymellon.com.br/sf Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): 21 3974.4600 Ouvidoria: 0800 725.3219	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av. Presidente Wilson, 231 - 11º andar Rio de Janeiro, RJ - CEP 20030-905 www.bnymellon.com.br/sf Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): 21 3974.4600 Ouvidoria: 0800 725.3219
Custodiante	BNY Mellon Banco S.A.	BNY Mellon Banco S.A.
Auditor	KPMG	KPMG



A presente instituição adere ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



IP-CAPITAL PARTNERS.COM

RUA DIAS FERREIRA
190 - 702 . LEBLON
RIO DE JANEIRO . RJ - BRASIL
CEP 22431.050