



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 555 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.

IP-Participações / IP-Value Hedge	04
Perspectivas	06
Alphabet	07
Anheuser-Busch Inbev	08
Multiplan	09
Aleatórias	13
Performance	14
Informe IP-Participações	14
Informe IP-Value Hedge	16
Principais Características	18
Informações Complementares	19

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

PORTFÓLIO

As principais contribuições positivas em 2018 vieram dos investimentos em Itaúsa (alta de 33,7% em 2018), B3 (+21%), Berkshire Hathaway (+3%)¹, Energisa (+39,8%) e Amazon (+28,4%). As principais contribuições negativas vieram dos investimentos em Panvel (queda de 21%), Facebook (-25,7%) e AB-Inbev (-41%).

Panvel foi a maior contribuição negativa, com um impacto de -2,8% nas cotas do fundo IP-Participações². Como já comentamos em relatórios passados, a alta volatilidade nos preços de suas ações é apenas fruto da sua baixa liquidez. Os resultados em si seguem com evolução crescente e consistente.

No relatório do 4º trimestre de 2017, comentávamos que os mercados são cíclicos, sujeitos a choques de tempos em tempos e que estávamos atentos aos sinais de maior aquecimento. Como dissemos na ocasião, buscamos o equilíbrio. Queremos participar do desenvolvimento e nos beneficiar da enorme geração de valor de companhias excepcionais mas, ao mesmo tempo, ter caixa suficiente para que possamos aproveitar momentos de maior estresse nos mercados. São nesses momentos que surgem as grandes oportunidades e podemos plantar com muita segurança novas safras de retornos altos.

O turbilhão das eleições brasileiras criou algumas oportunidades do jeito que gostamos: situações

específicas onde é possível aliar altos ganhos potenciais e baixíssimo risco de perdas permanentes. As ações de Multiplan e B3 chegaram a cair, respectivamente, 26% e 16% durante o ano e fecharam o período 42% e 44% acima dos seus níveis mais baixos. As ações de Energisa e Itaúsa oscilaram bastante também: do ponto mais baixo ao mais alto uma diferença de quase 50% em ambos os casos. Utilizamos a volatilidade a nosso favor e aumentamos nossos investimentos nas primeiras três empresas, enquanto que, no caso de Itaúsa, aproveitamos os períodos de altas mais fortes para reduzir o investimento e realocar o capital em novas alternativas com melhor relação risco/retorno.

O último trimestre no mercado americano também foi particularmente interessante para nossos fundos. As declarações do Fed sobre a trajetória do juro americano, somadas ao aumento da percepção de risco no mercado de crédito – onde ocorreram excessos em determinados segmentos – e as ameaças de Trump no comércio com a China, provocaram uma correção brusca nos preços dos ativos. O índice S&P 500, que chegou a subir 10% durante o ano, caiu quase 20% do seu ponto mais alto – a maior queda desde 2009 – e fechou o ano negativo em 4,4%³.

As variações das cotas em 2018 do IP-Participações (+1,90%) e IP-Value Hedge (+5,97%) foram impactadas por essa queda do mercado americano nos últimos meses de 2018. Como veremos adiante, não acreditamos que se tratem de perdas permanentes –

¹ Apesar da modesta alta acumulada, a ação deu boas oportunidades de aumento e redução ao longo do ano, o que permitiu gerar boa contribuição para os fundos.

² As ações de Panvel fazem parte apenas do portfólio do IP-Participações.

³ S&P 500 incluindo o reinvestimento de dividendos.

muito pelo contrário, acreditamos que esse efeito tem criado grandes oportunidades para os fundos.

Aqui vale darmos um passo atrás e fazermos uma breve reflexão.

Imagine que após uma extensa procura por um imóvel, uma fazenda ou algum outro bem que lhe dê renda, o leitor encontra exatamente o ativo que buscava. Espera então pacientemente até o dia em que finalmente consegue comprá-lo por um preço atraente. Após a compra, o leitor, astuto e de olho em rentabilizar seu capital, aluga-o para um terceiro (no caso do imóvel) ou passa a plantar, colher e vender grãos (no caso da fazenda). Como o fluxo de caixa gerado é substancial quando comparado ao capital despendido, o ativo lhe proporciona um bom retorno e o leitor se beneficia por cinco anos, quando então procura saber o quanto conseguiria receber por seu ativo. Espera até receber uma boa proposta e resolve vendê-lo. Temos uma história feliz de investimento.

Agora imagine que, ao invés de esperar alguns anos até ouvir propostas de compra, o leitor passe a receber ofertas semanais pelo seu ativo. Três meses após sua aquisição, em meio a ameaça de uma possível guerra comercial entre EUA e China (ou qualquer outro evento que induzisse os compradores ao medo), o leitor recebe uma oferta de compra por um preço 10% abaixo do que pagou. Na semana seguinte, outra proposta de outro comprador: 20% abaixo. Na posterior, outra: 30% abaixo. O leitor

deveria levar a sério tais propostas ou simplesmente ignorá-las e seguir sua vida até que uma oferta atraente aparecesse?

Será que Roberto Setubal concordou – ou se influenciou – com a avaliação dos mercados quando o Banco Itaú Unibanco chegou a um valor de mercado abaixo de R\$ 160 bilhões no final de 2015? Será que José Isaac Peres se influenciou e cogitaria vender sua participação na Multiplan quando o valor de mercado alcançou cerca de R\$ 8 bilhões na mesma época? Hoje o valor de mercado de Itaú é de aproximadamente R\$360 bilhões. Multiplan: \$14 bilhões.

A característica comum entre o investidor que busca maximizar seus retornos e do empresário experiente é o foco obsessivo no valor dos negócios a médio/longo prazo e não nos preços recentes. Quando o negócio é bom e o preço cai muito abaixo do seu valor é hora de comprar mais e não de arrancar os cabelos.

Voltando ao mercado de ações americano, a maior volatilidade recente, somada a maior dispersão dos retornos das ações que lá negociam, proporcionam um ambiente ideal para nossos fundos. Com a queda generalizada no mercado americano no final de 2018 e, em paralelo, a alta do mercado brasileiro após as eleições, passamos novamente a realocar gradualmente o capital dos fundos para oportunidades no exterior onde enxergamos não só uma maior discrepância entre preço e valor, como

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

também excelentes perspectivas para as companhias em questão.

Assim como ocorreu com Multiplan, B3 e Energisa no meio de 2018, dentre as ações que aumentamos significativamente ou iniciamos novos investimentos no exterior, a maioria chegou a negociar com quedas entre 25% e 40% em relação aos seus níveis mais altos. E o que importa: nossa avaliação do valor desses ativos é muito acima dos níveis atuais.

PERSPECTIVAS

A eleição de Bolsonaro e a escolha de uma renomada equipe econômica é digna de nota. “Nunca antes na história deste país” tivemos uma oportunidade tão clara de colocar o país nos trilhos e vivermos um ciclo virtuoso mais duradouro.

Como cidadãos brasileiros, torcemos vigorosamente para que os ajustes e reformas necessárias sejam feitas e o país consiga crescer por um período mais prolongado.

Por outro lado, como investidores, é necessário levarmos em conta que após três anos de recuperação do mercado local⁴ e a recente euforia após as eleições, os preços das ações em geral no Brasil já parecem incorporar bastante otimismo com os próximos anos.

Além disso, temos nossos princípios⁵. Não investimos em empresas estatais, companhias com modelos de negócios medianos ou onde os incentivos e a

governança não estejam alinhados com os acionistas minoritários: “abaixar a barra” de qualidade não é uma alternativa. Se por um lado isto limita o nosso universo de empresas locais, por outro temos convicção de que aumenta o retorno potencial dos nossos fundos a médio/longo prazo, além de reduzir a probabilidade de perdas de capital relevantes e permanentes⁶.

Dito isso, estamos felizes com nossos investimentos nas empresas brasileiras que passam por nosso crivo. São companhias “fora da curva”, negociadas a preços interessantes e que ainda vão gerar muito valor para seus acionistas, mesmo em situações em que a economia não seja favorável. Se a economia ainda por cima ajudar, os retornos podem ser extremamente atraentes.

No exterior, as falas de Powell e outros *headlines*, como a disputa comercial entre EUA e China, seguem criando ondas de pessimismo e otimismo. É claro que mudanças nos juros ou um eventual esfriamento da economia americana e/ou chinesa devem ser levados em consideração, mas sua importância para os retornos futuros é comparativamente muito menor do que quedas da ordem de 25-40% em negócios que seguem saudáveis, crescendo e “jorrando caixa”. Em momentos assim, da mesma forma que para o empresário experiente ou o dono do imóvel, o melhor *approach* para o investidor é ignorar as manchetes, focar nos fundamentos e no valor das companhias e aproveitar as oportunidades. É o que temos feito.

⁴ Alta do Ibovespa de 37,5% em 2016, 26,9% em 2017 e 15% em 2018.

⁵ Vide nossos “Princípios” que dividimos com os leitores no relatório de Maio-Agosto de 2018.

⁶ Não conseguimos deixar de pensar na catástrofe que poderia ter ocorrido nas ações das principais estatais se o resultado das eleições tivesse sido outro.

Abaixo fazemos alguns comentários sobre Alphabet (Google), AB-Inbev e Multiplan.

ALPHABET

2018 foi um ano de polêmicas e distrações para a Alphabet, a holding que controla o Google. Houve protestos de funcionários contra seu envolvimento em projetos militares, a forma que lidou com assédio sexual de ex-executivos e o plano de abrir um novo serviço de busca na China. Seu CEO foi chamado a depor no congresso americano sobre questões ligadas a privacidade e a neutralidade política dos resultados de busca. No campo do antitruste, a Comissão Europeia impôs uma multa (€4,3B) pela forma que a empresa comercializa o Android. Governos europeus, por sua vez, discutiram a imposição de novos impostos sobre a receita de empresas de tecnologia.

Com o barulho, somado à recente correção no mercado americano, a ação encerrou o ano aproximadamente no mesmo nível que iniciou. Isso fez os múltiplos comprimirem para níveis ainda mais atraentes, já que o negócio segue firme. Nos primeiros nove meses do ano a receita cresceu 24% quando comparada ao mesmo período do ano anterior. O lucro, ajustado por impactos não recorrentes, cresceu 23%. As perspectivas para o quarto trimestre também são boas.

Em 2018, o serviço Google Drive ultrapassou 1 bilhão de usuários, tornando-se assim o oitavo serviço

da empresa a atingir a marca. Em julho, o YouTube anunciou ter 1,9 bilhão de usuários logados por mês, um crescimento de 400 milhões de usuários (ou 27%) em pouco mais de um ano. Conversas que tivemos com agências de propaganda nos EUA mostram uma crescente adoção do YouTube por anunciantes, atraídos pela audiência crescente e por novas ferramentas criadas pela empresa. Sinais de que os dois principais requisitos para o crescimento do Google – a habilidade de atrair usuários e anunciantes – continuam a se fortalecer.

No campo das preocupações, a interferência governamental deixou de ser um risco para virar uma realidade com a qual a Alphabet tem que conviver. Estamos atentos aos impactos nas forças do negócio que, por enquanto, têm sido pequenos. O ano viu alguns marcos importantes na Europa, como a implementação das novas regras de privacidade (GDPR⁷) e de mudanças nos anúncios de produtos (PLAs⁸) em resposta à condenação de antitruste de 2017. Ambos se mostraram benignos para o Google. Esperamos algo parecido quanto às alterações recém anunciadas para os contratos do Android. Por mais que tenha virado um esporte dos políticos europeus bater na empresa, a realidade é que seus produtos são relevantes e desejados. Mudam-se os contratos, eliminam-se os *bundles*, mas a demanda permanece forte. É difícil substituir os serviços do Google. Se a ideia de taxar a receita vingar, o que parece provável, vemos um impacto moderado na receita da empresa.

⁷ General Data Protection Regulation: <https://eugdpr.org>

⁸ Product Listing Ads.

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

Alphabet participa em atividades com crescimento secular na internet, como propaganda, vídeo e serviços de computação para empresas (*cloud*) – além, é claro, dos *Other Bets* que não consideramos nas projeções. A empresa obviamente não é imune a choques, mas tende a manter um bom ritmo de crescimento mesmo que a economia global desacelere. Suas ações oferecem uma combinação especial de crescimento, geração de caixa e preço. Por isso, representam hoje uma das principais posições dos fundos.

ANHEUSER-BUSCH INBEV (ABI)

No relatório de Janeiro-Abril/2018⁹, comentamos sobre o nosso investimento em ABI. Curiosamente, porém, reduzimos o mesmo em aproximadamente metade entre os meses de maio e julho – algo incomum para nós, especialmente considerando que as ações tiveram apenas uma pequena valorização no período. Alguns fatores negativos se combinaram e nos motivaram a reduzir o investimento:

- As moedas dos principais países emergentes onde a empresa tem presença relevante iniciaram o que nos parecia ser um processo de desvalorização problemático. Com o aumento continuado nos juros americanos, o movimento poderia se exacerbar ainda mais. De fato, entre abril e o final do ano, as desvalorizações foram importantes para o real brasileiro (-10%), rand sul-africano (-13%), e pesos argentinos (-44%), colombianos (-13%) e mexicanos (-5%).

- Os resultados operacionais dos trimestres anteriores vinham nos desapontando, mas até aquele ponto não achávamos que havia motivo para grande preocupação, considerando que é uma companhia com cultura forte e que costuma se superar. No entanto, com as desvalorizações das moedas mencionadas acima, tínhamos uma piora adicional importante nos resultados à medida que os números destes países fossem convertidos para dólares. Isso de fato ocorreu em seguida, resultando num arrasto de 6,5% no EBITDA normalizado do terceiro trimestre.
- O tamanho da dívida também já fazia parte da nossa lista de pontos de atenção, mas, por ser longa e predominantemente pré-fixada, achávamos que teria uma trajetória controlada e declinante com a evolução dos resultados. Com os fatores citados acima, porém, somados ao fato de que a dívida é denominada majoritariamente em dólar (que se valorizava), o tempo necessário para a desalavancagem aumentaria bastante – o que resultaria em mais uma vulnerabilidade ao valor do *equity*.

Do seu ponto mais alto em julho até o final de 2018, as ações da ABI caíram cerca de 38%. O múltiplo ao qual a empresa negocia teve um *de-rating* relevante. Em abril, ABI negociava à 20x o lucro esperado dos próximos doze meses, um pouco abaixo da média de

⁹ https://www.ip-capitalpartners.com/relatorio/2018_Abr_RG_Participacoes_ValueHedge.pdf

cinco anos de 22,5x. Hoje, ela negocia a cerca de 15x o lucro dos próximos doze meses.¹⁰

Em outubro, a empresa cortou seu dividendo pela metade após enxergar uma maior dificuldade de amortizar sua dívida. Em dezembro, a Moody's rebaixou o *rating* da dívida da empresa também citando preocupação com a alavancagem.

Olhando em retrospecto, é fácil enxergar que poderíamos ter sido ainda mais agressivos nesta redução e que erramos ao minimizar alguns dos riscos mencionados acima. Por outro lado, as vendas que realizamos reduziram substancialmente as perdas para os fundos uma vez que ocorreram antes da queda.

Apesar dos problemas recentes, é digno de nota que em mercados importantes como México, Colômbia, China e a maioria das regiões da África, a ABI continuou a demonstrar sólidos crescimentos de volume¹¹. Hoje, esperamos que a empresa atinja o patamar de alavancagem de 3x Dívida Líquida/EBITDA em 2021 – impulsionando os lucros e abrindo espaço para futuros investimentos ou maiores dividendos.

Continuamos a acreditar na capacidade da ABI de ter um bom desempenho no médio/longo prazo, considerando: (i) a sua exposição a mercados em desenvolvimento (onde o consumo de cerveja cresce bem); (ii) a sua comprovada capacidade de execução

nesses mercados; (iii) o seu alto grau de dominância nesses países e (iv) o histórico e atual alinhamento de incentivos do management e controladores.

MULTIPLAN

Investimos pela primeira vez na Multiplan há mais de 10 anos. No nosso relatório do 1º trimestre de 2012¹², detalhamos as razões pelas quais gostamos do negócio de shopping center no Brasil, entre elas: (i) suas receitas recorrentes e corrigidas pela inflação, (ii) sua exposição ao crescimento do varejo brasileiro de forma diversificada, (iii) a possibilidade de se tornar dominante em certas regiões, e (iv) transformar essa dominância regional em capacidade de reinvestimento via novos empreendimentos ou expansões. Por se tratar de um *business* de ciclo longo e extremamente intensivo em capital, controladores alinhados e competentes são especialmente importantes.

Na Multiplan, encontramos a combinação ideal de um portfólio de excelentes shoppings que são dominantes em suas respectivas regiões e um controlador visionário e alinhado com os seus acionistas. Seu portfólio é em sua maioria composto por ativos que mesmo maduros conseguem crescer vendas a taxas elevadas. O BarraShopping e Morumbi Shopping, por exemplo, inaugurados há mais de 35 anos, expandiram suas vendas por m² anualmente (CAGR) em 8% e 9% nos últimos 10 anos¹³.

¹⁰ Fonte: Capital IQ

¹¹ Nos primeiros nove meses de 2018, a Colômbia e China tiveram crescimentos de volume de 3,3% e 1,8%, respectivamente. O México teve crescimento de volume de *high single digit*, e países como Tanzânia, Uganda e Nigéria tiveram crescimento de *double-digit*.

¹² https://www.ip-capitalpartners.com/relatorio/2012_12_RG_Consolidado.pdf

¹³ Entre 2007 e 2017.

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

No mesmo período, a Multiplan multiplicou a sua área bruta locável (ABL) própria em 1,5x, a sua receita líquida em 2,5x, e seu EBITDA em 3,2x.¹⁴ Esse intervalo teve dois momentos distintos: (i) de 2007 a 2014, quando a empresa estava em plena expansão, adicionando 310 mil m² de ABL própria (+120%) ao portfólio; e (ii) de 2014 até hoje, uma época de sobrevivência à crise e o recomeço de investimentos em projetos novos.

Nesta primeira fase, a empresa desenvolveu oito shoppings que hoje ainda representam menos de 30% da receita de aluguel. Cinco destes foram inaugurados entre 2011 e 2013, e tiveram a sua maturação severamente impactada pela recessão. Shoppings novos são naturalmente mais frágeis e, apesar destes terem excelente potencial, ainda apresentam retornos bem aquém do esperado. Por nossas estimativas, esses oito shoppings geraram um retorno nominal de cerca de 8%¹⁵ nos últimos 10 anos para cada real investido do acionista. Enxergamos esses ativos como “molas comprimidas”, pois os investimentos já foram concluídos mas o seu retorno foi atrasado. Qualquer descompressão terá um impacto expressivo nos resultados.

No médio prazo, existem alguns vetores que devem impulsionar o crescimento da empresa.

Primeiro, a demanda crescente de lojistas por bons pontos (com tráfego e que geram vendas). Muitos viram, durante a crise, que abrir loja em um shopping pior só porque o custo de aluguel é mais baixo, resulta no velho “barato que sai caro”. Tais shoppings sofreram por estarem em localizações secundárias, serem expostos à população mais sensível a preços, ou não serem *top-of-mind* para os clientes. Foram, portanto, os primeiros a sofrerem quedas bruscas de tráfego. Com isso, o ciclo virtuoso do *business* rapidamente se tornou vicioso. Alguns shoppings novos chegaram a ter vacância de quase 50% (!), muitos suspenderam a cobrança de aluguel para manter os lojistas que sobravam e com isso os investimentos na manutenção dos shoppings minguaram, piorando a experiência dos clientes e reduzindo ainda mais o fluxo. Os shoppings da Multiplan, por sua vez, tiveram um aumento nominal de cerca de 8% em vendas entre 2014 a 2016, com queda em apenas 2 shoppings. A ocupação também se manteve sempre acima de 97%. A disparidade entre a Multiplan e seus *peers*, que já era relevante, ficou ainda maior. A preferência do lojista na busca do espaço para sua nova loja aumentou ainda mais. A Multiplan sempre focou no tráfego e nas vendas dos shoppings, porque, se o lojista está vendendo, o aluguel sempre poderá ser bem cobrado.

TABELA 1: TRÁFEGO DE PESSOAS POR ANO (MILHÕES)

São Paulo	
Morumbi Shopping	24,0
Aeroporto de Congonhas	21,9
Parque Ibirapuera	14,0

Rio de Janeiro	
BarraShopping	34,4
Aeroporto Santos Dumont	9,2
Cristo Redentor	3,3

Fonte: Reunião Pública Multiplan 2018

¹⁴ O total de ações em circulação também aumentou em 12,3%.

¹⁵ Levamos em consideração os *Funds From Operations Ajustado* (Lucro Líquido + Depreciação e Amortização - Investimentos de Manutenção). Período entre 2007 e 2017. No mesmo período os 11 shoppings mais maduros do portfólio geraram, para cada real investido do acionista, um retorno nominal de cerca de 25%.

O segundo vetor é a oportunidade de expansões em shoppings existentes. Desconsiderando novos shoppings, a empresa conta hoje com cerca de 150 mil m² de ABL de expansões mapeadas em seus shoppings atuais – onde o retorno é alto, já que parte de um fluxo de pessoas estabelecido – o que representaria um aumento de +18% na ABL total. Gostamos do fato de que a empresa continuará a ter os seus próprios projetos, e não aquisições, como principal fonte de crescimento.

Por último, seguindo a estratégia de criar polos de geração de valor de longo prazo, a empresa conta com um potencial de área privativa para venda de quase um milhão de m² em áreas integradas aos shoppings. Neste ponto, acreditamos que ter um controlador e *management* experientes fará a maior diferença. A filosofia de José Isaac Peres de criar polos de pessoas e negócios é muito poderosa, pois desenvolvimentos em volta do shopping são valorizados por sua conveniência e, ao mesmo tempo, impulsionam o shopping com o fluxo vindo dos empreendimentos ao seu redor.¹⁶

Quanto aos riscos, não seria prudente discutir varejo sem comentar sobre a maior mudança estrutural em curso no setor: o canal online. Hoje, o varejista não depende mais exclusivamente de lojas físicas para alcançar o seu cliente. Nos Estados Unidos, por exemplo, esse fenômeno já resultou no fechamento

de mais de 5 mil¹⁷ lojas só em 2017. Até o meio de 2018, já eram mais de 3 mil¹⁸. Surgiram então os famosos “shoppings fantasmas”, com altíssimas taxas de vacância e baixíssimos níveis de tráfego, a caminho da extinção.

Apesar da situação nos EUA chamar atenção, existem algumas diferenças importantes no Brasil que nos deixam mais confortáveis com nosso investimento.

Primeiro, a ABL por habitante nos EUA era trinta vezes maior que a do Brasil em 2015. Houve, claramente, uma sobressaturação de pontos de lojas e, consequentemente, é natural que haja uma correção.

Segundo, os shoppings da Multiplan são mais dependentes de serviços e restaurantes e menos em varejo “puro” para gerar o seu tráfego. A Multiplan tem apenas 43% do ABL locado a lojistas nos segmentos de vestuário e artigos de lar e escritório, comparado à 63% dos shoppings americanos. Os lojistas de vestuário e artigos de lar e escritório são mais suscetíveis à desintermediação online. Os segmentos de serviços e gastronomia (cerca de 46% do ABL da Multiplan) são menos expostos a migração para o digital: academias e restaurantes, por exemplo, fazem parte do entretenimento e vida social das pessoas e continuarão a ter um espaço relevante. Adicionalmente, a Multiplan busca promover eventos, promoções e parcerias exclusivas de modo a alavancar

¹⁶ A recente aprovação no Congresso do projeto de lei que permite as construtoras reterem parte do valor pago pelo consumidor em caso de desistência da compra levou à Multiplan a relançar seu primeiro projeto imobiliário desde 2014 – o condomínio Golden Lake em Porto Alegre.

¹⁷ <https://clark.com/shopping-retail/major-retailers-closing-2017/>

¹⁸ <https://www.daytondailynews.com/business/personal-finance/retail-alert-this-upscale-grocery-store-chain-closing-stores/Mya6paCFrCQgxTn9MIHBCN/>

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

a experiência dos consumidores e fomentar mais tráfego. Hoje, shoppings com o propósito de simples distribuição de produtos não agregam valor nem ao lojista e nem ao consumidor.

Outro aspecto positivo do setor no Brasil é que os shoppings continuam ganhando espaço do varejo de rua, com papel importante dos seus atrativos naturais – segurança e ar condicionado – que em certas regiões são diferenciais extremamente relevantes.

Por último, o varejo está encontrando um equilíbrio entre os mundos físico e online no chamado *omnichannel* (distribuição multicanal). A distribuição online e física se complementam: o online é mais simples, conveniente e direto, enquanto o físico, nos lugares com tráfego, oferece exposição, conexão com o consumidor e distribuição rentável. O ABL ideal para um varejista hoje é certamente menor do que seria 10 anos atrás, mas pontos bem localizados tem um papel fundamental para os lojistas. A escolha de onde manter esse menor número de lojas será simples: nos shoppings mais bem localizados, com maior tráfego e melhores vendas – como os da Multiplan.

Em meados de 2018, em meio a uma maior incerteza política, um freio relevante na economia com a greve dos caminhoneiros e um aumento temporário na taxa de juros real longa, a Multiplan chegou a valer cerca de R\$10,5 bilhões, o que para um FFO¹⁹ em 2018 de cerca de R\$700 milhões, implicava um P/FFO de cerca de 15x. Aproveitamos o momento para montar uma

posição de tamanho médio. No fechamento de 2018 o valor de mercado da empresa era de R\$14,5 bilhões. Apesar da alta de 40% das mínimas, pouco reduzimos o investimento: além das muitas oportunidades de geração de valor, qualquer aceleração da economia amplificará os vetores de crescimento e rentabilidade mencionados acima.

¹⁹ *Fund from Operations* = Lucro Líquido + Depreciação e Amortização – Investimentos de Manutenção

"The secret for successful investing is to figure out the value of something – and then pay a lot less."

— **Joel Greenblatt**

"The stock market is filled with individuals who know the price of everything but the value of nothing."

— **Philip Fisher**

"It often boils down to a bunch of people yelling 'Go this way!!!'. And once the crowd gets going, it can get real loud, real fast."

— **Sam Zell**

"The free market punishes irresponsibility. Government rewards it."

— **Harry Browne**

"If you can keep your head when all about you are losing theirs...

If you can wait and not be tired by waiting...

If you can think – and not make thoughts your aim...

If you can trust yourself when all men doubt you...

Yours is the Earth and everything that's in it."

— **Trecho do Poema "IF" de Rudyard Kipling, como citado no Annual Report de 2017 da Berkshire Hathaway.**

"As a company, philosophically, we are in the hospitality business."

— **Rick Caruso, proprietário da maior empresa imobiliária privada nos Estados Unidos. Desenvolvedor e proprietário do The Grove, um dos melhores shoppings em Los Angeles.**

"[It] all boils down to the quality of retail real estate, [it] all boils down to showing traffic in those assets."

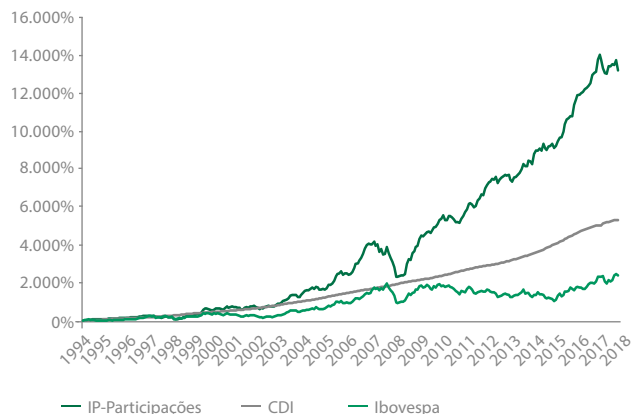
— **Sandeep Lakmi Mathrani, CEO da GGP na conferência de Global Properties do Citibank em 2017.**

"Half of the 15,000 mutual funds in the US are run by portfolio managers who do not invest a single dollar of their own money in their products."

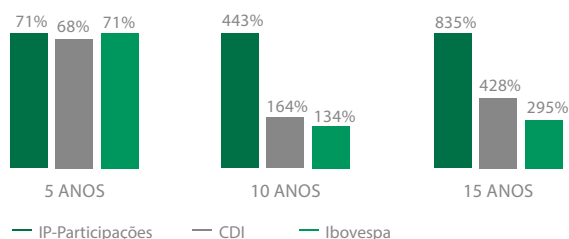
— **Financial Times, setembro de 2016**

PERFORMANCE IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE DESDE O PLANO REAL (R\$)



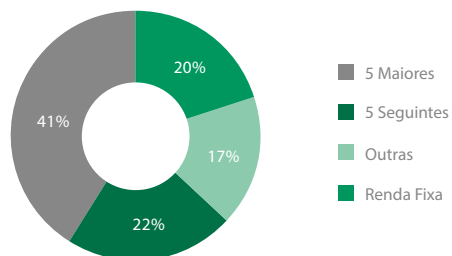
RENTABILIDADE ACUMULADA (R\$)



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



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



OBJETIVO: Altos retornos absolutos em períodos de 5 anos.

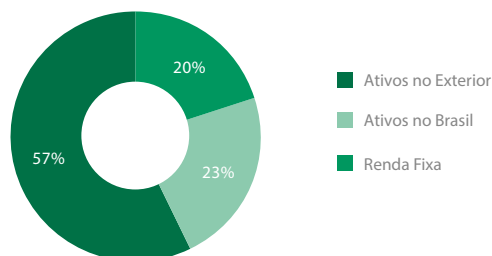
RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽¹⁾ (%)	CDI ⁽¹⁾ (%)
Dezembro 18	-3,70	-1,81	0,49
Novembro 18	1,69	2,38	0,49
Outubro 18	-0,20	10,19	0,54
Setembro 18	0,70	3,48	0,47
Agosto 18	0,05	-3,21	0,57
Julho 18	3,09	8,88	0,54
Junho 18	-0,35	-5,20	0,52
Maio 18	-1,77	-10,87	0,52
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
12 meses	1,90	15,03	6,42

RENTABILIDADES ANUAIS (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽¹⁾ (%)	CDI ⁽¹⁾ (%)
2018	1,90	15,03	6,42
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\$ 329.322 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 559.854

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

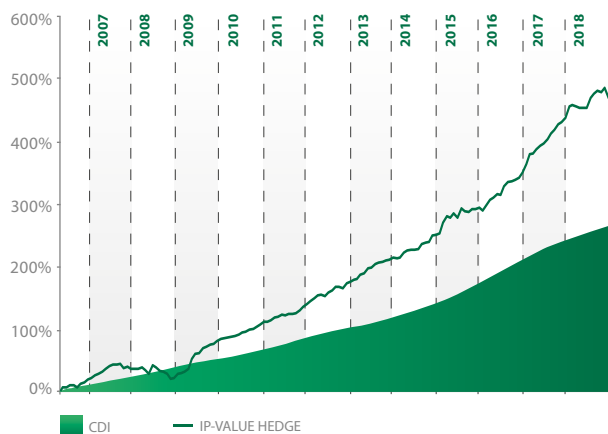
O IP-Participações tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente 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

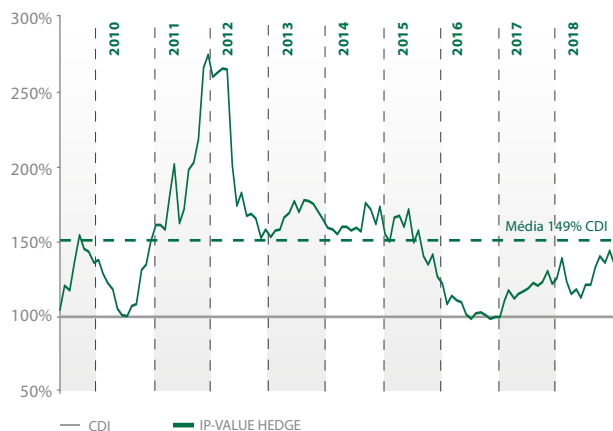
Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

PERFORMANCE IP-VALUE HEDGE

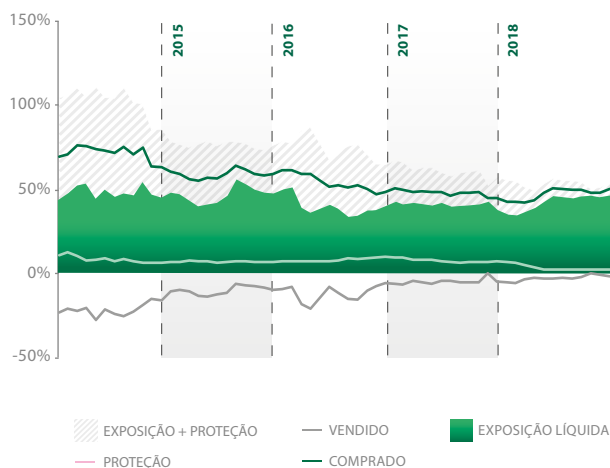
PERFORMANCE



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.

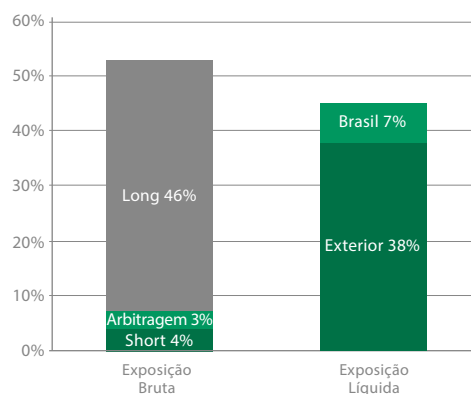
RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
Dezembro 18	-2,73	0,49	-
Novembro 18	1,20	0,49	242,95
Outubro 18	-0,41	0,54	-
Setembro 18	0,67	0,47	143,30
Agosto 18	1,20	0,57	211,88
Julho 18	3,09	0,54	569,79
Junho 18	-0,02	0,52	-
Mai 18	-0,12	0,52	-
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
12 meses	5,97	6,42	93,00

RENTABILIDADES HISTÓRICAS (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
2018	5,97	6,42	93,00
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	45,06	33,36	135,06
Últimos 5 anos	81,80	67,35	121,46

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\$ 279.663 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 753.930.

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 HEDGE 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	- 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.	- 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	2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. - Provisionada diariamente e paga mensalmente.	2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. - Provisionada diariamente e paga mensalmente.
Taxa de performance	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.	20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água. - Provisionada diariamente e paga semestralmente.
Tributação	IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate.	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 HEDGE 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



IP-CAPITAL PARTNERS.COM

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