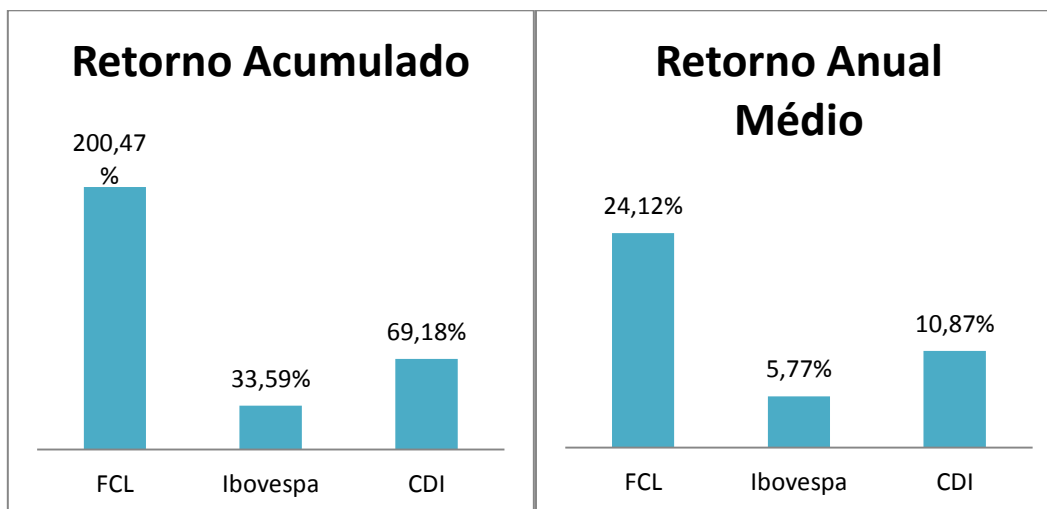


## Tabelas e Gráficos de Resultado:

**Valor da quota líquida em 30/04/2012: 3,00478013**

**Patrimônio Líquido: R\$ 11,359,074.63**

Performance	Em R\$	Em US\$
Abril de 2012	6,08%	3,87%
Últimos 12 meses	5,56%	-11,28%
Performance Acumulada	200,47%	215,88%
Performance Anual Média	24,12% a.a.	25,33% a.a.



### Destaques

FCL Capital abre mais de dez pontos de performance sobre o Ibovespa no mês de abril de 2012, obtendo performance de +6,08% em reais contra -4,17% do índice brasileiro.

No ano, performance do clube de investimentos FCL Capital já é de 27,58% contra 8,92% do Ibovespa e 3,81% do CDI.

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

## 1) Contexto Operacional

**Se você esta confuso com o cenário, olhe para o câmbio do Brasil. Ele irá tirar muitas de suas dúvidas sobre a situação atual do mercado.**

Muitos conhecem a história do sapo na panela: se pegarmos um sapo e o colocarmos em uma panela fervendo, ele imediatamente pulará para fora, salvando a própria vida. Porém, se pegarmos um sapo e o colocarmos em uma panela de água morna e bem aos poucos formos esquentando a água, levando-a para temperatura de ebulição, iremos conseguir assassinar o bicho, que não perceberá que está sendo cozinhado aos poucos.

Do mesmo modo, tal fato ocorre com os investidores brasileiros. O país encontra-se em um estágio de desenvolvimento, o fatídico nível médio dos nem desenvolvidos nem pobres, onde boa parte dos desafios é de ordem estrutural: basicamente a estrutura de crescimento econômico do Brasil está totalmente desbalanceada: se fosse uma balança penderia totalmente para o lado do consumo e nem um pouco para o lado da oferta.

O brasileiro está aproveitando a nova renda para comprar: quem era pobre se acostumou rápido com o nível de vida da classe media e quem era classe media passou a fazer coisas de rico. É assim que estamos aproveitando a renda extra por termos um comprador novo, chamado China, na praça (sobre isso falaremos na nossa próxima carta). Por outro lado, é muito ruim produzir coisas no Brasil: carga tributária escandinava com serviços africanos, burocracia asfixiante, leis trabalhistas fascistas, soa familiar?

Logo, acontece o óbvio: muitos setores da indústria brasileira não conseguem competir com quem produz em regimes mais razoáveis. Mas claro, aí aparece o inimigo externo: com o curtuprazismo de sempre, nossos industriais fazem pesado lobby em Brasília pedindo basicamente menos competição, seja por via de um real mais desvalorizado, seja por via de protecionismo puro e simples. Quem sofre são os consumidores, classe que não possui nenhuma FIESP e nenhuma CUT que os defenda. Assim, esta é nossa balança: prato pesado no lado do consumo e leve no lado da oferta.

E como se resolve esse problema? Em primeiro lugar com uma mão de obra mais qualificada. O fato é que nossa mão de obra

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

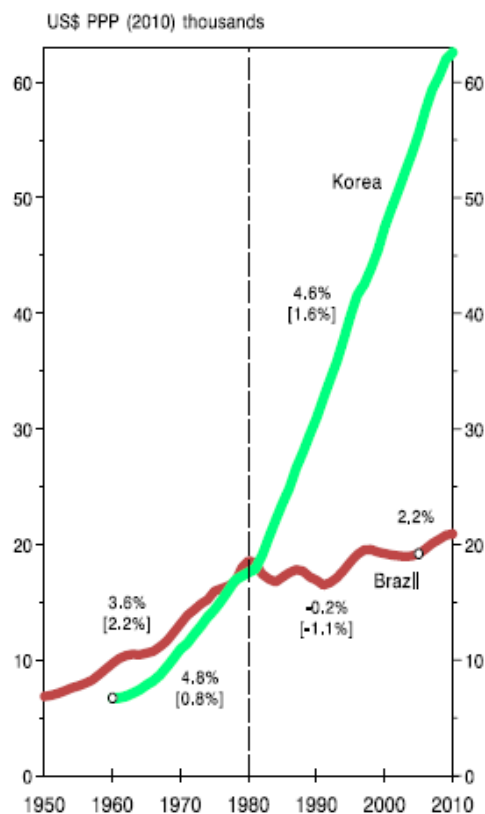
E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

pouco qualificada é um dos motivos de nossa baixa produtividade atual. Explico-me: como nosso desemprego está muito baixo, se você quiser construir uma nova obra, abrir um novo restaurante, ou quase qualquer outra atividade, o provável é que o melhor pedreiro ou garçom já esteja contratado há tempos e ganhando bem. Logo, você terá que ir no fundo do baú, contratando alguém sem experiência no ramo, com baixíssima escolaridade, etc.

Como não há mão de obra disponível, é o que precisa ser feito. Logo, a produtividade, que pode ser calculado pelo o quanto cada trabalhador produz por hora, está estacionada no Brasil. E o que faz o PIB crescer no longo prazo é a produtividade. Por isso, não passamos muito destas taxas de 4% ao ano. Como se resolve isso? Com desafios estruturais, que não são resolvidos por nenhum governo. Em primeiro lugar, qualificando a mão de obra. Vejamos a produtividade do trabalhador médio na Coréia do Sul e no Brasil nas últimas décadas para nos explicarmos melhor:

### Gráfico de produtividade: Brasil x Coréia do Sul

Brazil v/s Korea: labour productivity, 1950-2010



Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Pode-se ver o retorno que a Coréia do Sul teve, já que a sociedade investiu em educação e como o Brasil ficou para trás<sup>1</sup>. Em segundo lugar, tornando o ambiente de negócios do Brasil melhor, qualquer consultoria internacional afirma que o Brasil é um dos mais complicados países para se abrir e fechar uma empresa. Possui uma das maiores cargas tributárias de países emergentes. Possui leis excessivas e extorsivas. E muito, muito mais. Se há um lado bom, é que o campo de melhoria seria enorme, se estivéssemos caminhando na direção certa. Os agentes públicos nacionais, porém, acostumaram-se aos tempos de um inimigo externo útil e comum, que unia a todos: a guerra contra a dívida externa dos anos 80, a guerra contra a inflação dos anos 90 e tantas outras guerras.

É sempre útil para governos mundo afora possuir um inimigo externo, seja terrorismo, comunistas, o nível do dólar ou qualquer outra coisa. Eles permitem que não se olhe para os problemas internos, já que o vilão vem de fora. Ocorre que muitos investidores brasileiros estão sendo lentamente cozinhados, e em sua ilusão monetária terão o mesmo destino do sapo: eles não percebem que a renda fixa do Brasil praticamente já não repõe a inflação vigente. Não percebem que o câmbio é um dos preços mais importantes de uma economia, e por mais que discordemos das atuações do governo e achemos que real forte é uma coisa boa, é preciso entender que uma mudança nos preços da economia rearruma todo o cenário de investimentos.

Se ao longo de 2011 nosso foco central em gerar retornos em dólares chegou a nos prejudicar um pouco, pois vivemos em um ambiente de câmbio artificialmente apreciado, com bolhas imobiliárias e consumo interno hiper-estimulado, muitas de nossas investidas exibiam margens de lucros apertadas, o contrário tem se mostrado verdade em 2012. Muitas de nossas posições estão experimentando melhoras em seus respectivos ambientes de negócios devido a nova realidade imposta pelo ministro Mantega.

Assim, a FCL dedicou-se a estar bastante exposta a um portfólio de empresas que sofria com o real valorizado. Essa é a beleza de se investir em ações: se você souber o que está fazendo, pode assumir qualquer posição: alta do dólar, baixa do dólar, alta dos

<sup>1</sup> Um adendo muito importante: não estamos, de forma alguma, com isso sugerindo que o estado deve ser responsável pela educação da população. Estamos simplesmente afirmando que uma população mais bem educada é mais produtiva e a Coréia colheu os frutos de sua sociedade ter feito esta escolha, ao contrário do Brasil.

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

juros, etc. investindo em empresas que se beneficiam ou prejudicam com esses acontecimentos. É assim mesmo em uma bolsa relativamente pequena como a brasileira. Não daremos nomes aos bois, mas não é difícil encontrar exemplos de empresas que se beneficiaram com a mudança de cenário deste ano. São as que sofriam com o cenário inverso e agora respiram. Exportadoras, industriais, etc. Todas com margens melhores.

No geral acreditamos nisso: continuaremos a ser um país que crescerá cerca de 3,5% ou 4% ao ano, canalizando a maior parte de sua renda extra para o consumo e não para a oferta, ao contrario dos asiáticos, sucessivos governos brasileiros tem dado muita atenção a problemas fáceis/inventados/curto prazistas e nenhuma a problemas de longo prazo a estruturais como o ambiente de negócios no Brasil.

Logo, a FCL esta apostando em indústrias nas quais o Brasil possui vantagem competitiva relativa e não depende de ajuda do governo. Está também posicionada em empresas que se beneficiam da mudança de preços representada no cambio, pois diferentemente do sapo, não pretendemos cair na ilusão monetária de valores nominais em reais e finalmente, está posicionada nos grandes temas estruturais do século no planeta, como aumento populacional e geração de riqueza na Ásia.

Como exemplos podemos citar Minerva (60% de sua produção é exportada), Gerdau (mais de 70% da receita dolarizada) e Braskem (100% da receita dolarizada). Todas fazem parte de nossa carteira e todas estão com boa performance esse ano, devido a mudança de preços que elevou a competitividade destas empresas.

## 2) Performance

O clube FCL Capital atravessou mais um mês de desempenho excepcional e totalmente não correlacionado a bolsa de valores brasileira: enquanto o Ibovespa enfrentou um péssimo mês, amargando queda de 4,17% em reais, o clube entregou performance positiva de +6,08%, abrindo mais de dez pontos percentuais de alpha sobre o Ibovespa em um único mês, sem alavancar a carteira e sem incorrer em nenhum risco excessivo.

Nossas quotas encerraram o mês de abril ao valor liquido de 3,00 realcançando um importante marco histórico que há muito perseguíamos. Nos últimos 12 meses nossas quotas se valorizaram 5,56% contra uma desvalorização de 6,52% do

Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Ibovespa, novamente abrindo mais de dez pontos percentuais de vantagem. Porém, como todos nossos investidores já sabem, nossa métrica de performance mais importante é a performance anual média, pois trata-se de um indicador de mais longo prazo que pega todo o nosso histórico, através de períodos bons e maus. Do dia 3 de abril de 2007, data de lançamento de nosso clube, para cá nossa performance anual média encontra-se em 24,11% a.a. em reais e em 25,92% a.a. em dólares norte-americanos, sempre líquida de todos os custos, tirando possível imposto de renda em eventuais resgates de investidores.

### 3) Dando nomes aos bois

Quase tudo em nossa carteira tem funcionado bem em 2012 até agora. Esse fato não possui nenhuma relação com a nossa competência. É fato que no curto prazo uma casa fundamentalista como a nossa costuma experimentar períodos de underperformance e períodos de performance muito superior ao Ibovespa. O valor que procuramos agregar, é entregar, no longo prazo, performance ajustada ao risco superior ao benchmark. Logo, um trimestre não significa muito para nós.

Dito isso, tanto nossa posição short como nossos longs funcionaram muito bem este quadrimestre. E sem dúvida, nossa maior posição foi também a maior responsável pelo nosso distanciamento do Ibovespa nesse começo de 2012. Não vamos nos repetir sobre Minerva, que já foi objeto de várias de nossas cartas mensais e conversas informais com investidores da FCL. Basicamente, ela é um meio que encontramos de nos expor a:

- Uma empresa de um setor onde o Brasil tem vantagem comparativa e é globalmente competitivo;
- Uma empresa menos olhada, melhor administrada e mais barata que suas concorrentes;
- Um modelo de negócios superior ao de suas concorrentes (Brfoods, JBS e Marfrig);
- Receitas dolarizadas, em um momento de dólar ascendente, e custos em reais, em um momento de real declinante;
- Por fim, o início de um ciclo mais favorável para a empresa.

Sobre este último ponto, vale lembrar: além do melhor câmbio, para as exportações da empresa, o próprio momento do setor parece estar caminhando para uma direção mais favorável para a empresa. O setor funciona em uma dinâmica bastante

interessante: o maior custo da Minerva, por ser um frigorífero, é logicamente a compra de boi gordo.

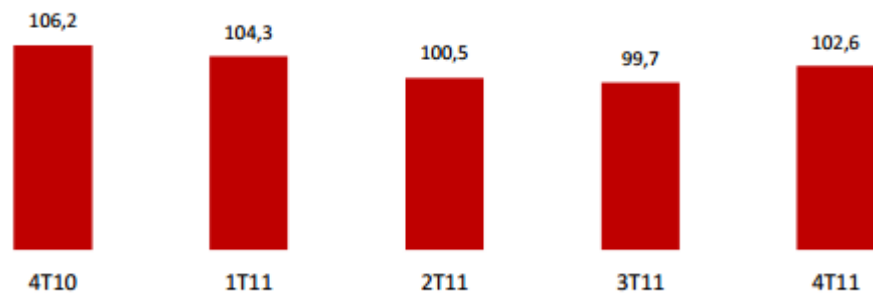
Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

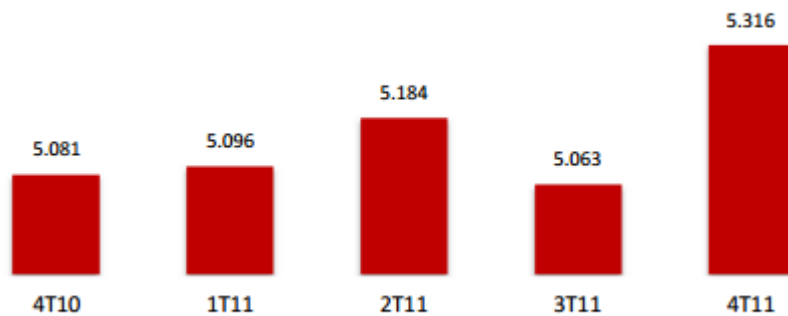
E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

**Figura 1 – Evolução do Preço da Arroba do Boi Gordo**



Fonte: CEPEA/ESALQ

**Figura 2 – Evolução do Abate de Bovinos no Brasil  
(em 1.000 cabeças)**



Fonte: Ministério da Agricultura e Pecuária, em 13/02/2012

O preço do boi gordo é influenciado por diversos fatores, mas um indicador bastante relevante é o abate de fêmeas. Normalmente, em épocas de alta de preços, os criadores seguram as fêmeas, já que a criação dá altos rendimentos. Isso aumenta a produção de bezerros. Durante este processo ocorre o ciclo de alta do preço da arroba de boi gordo. Processo inverso ocorre quando os bezerros criados chegam à idade de abate. A maior oferta faz o preço cair e assim há maior estímulo para o descarte de fêmeas, a fim de gerar renda extra ao produtor. Após alguns anos deste ciclo de baixa, a menor quantidade de bezerros leva novamente a um aumento do preço da arroba e o ciclo começa novamente.



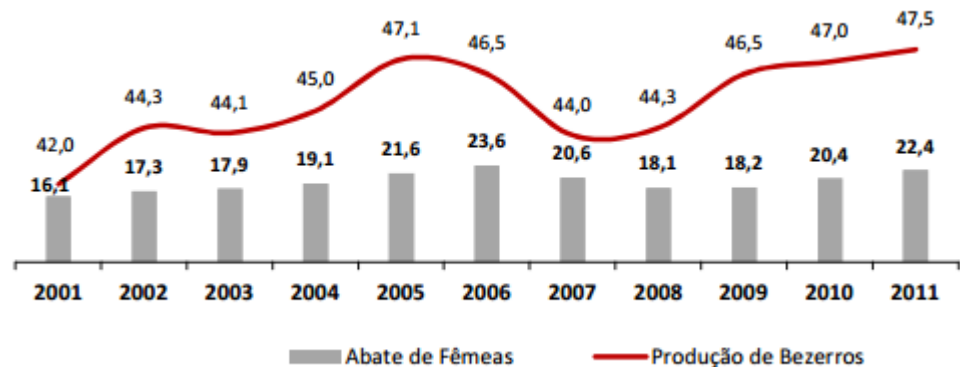
Equipe FCL:

Fernando Araujo  
Gustavo Prado  
Felipe Marcondes  
Besmar Lino

Telefone:  
(55) (21) 3268-7918

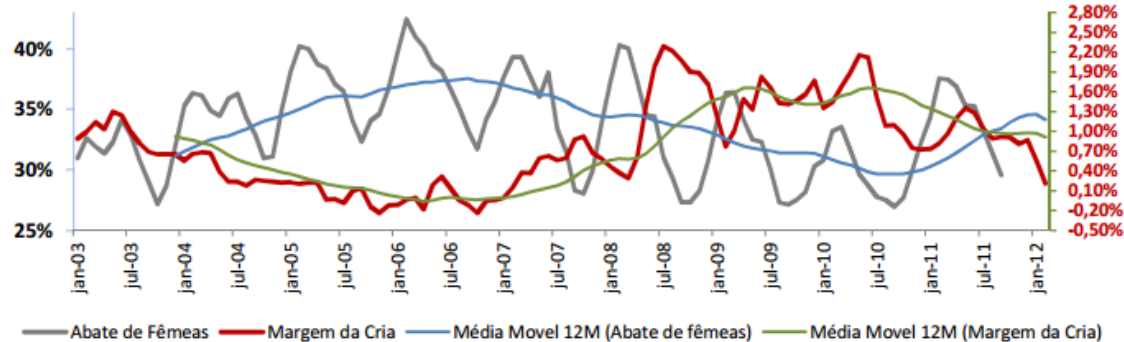
E-mail:  
[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

Figura 3 - Produção de Bezerros (mil. ton)



Fonte: AgroFNP 2011

Figura 4 - Abate de fêmeas x Margem de cria



Fonte: Minerva

Pois bem, todos os dados nos levam a crer que um novo ciclo de baixa dos preços do boi gordo esta se avizinhando, uma vez que o abate de fêmeas já começou. Este fato, aliado à desvalorização do câmbio, já levou a mediana das projeções de analistas ouvidos pela Bloomberg a estimar um Ebitda de cerca de R\$ 400 milhões para a Minerva esse ano, um aumento de quase 20% sobre o ano passado. Não investimos com vistas a um único período, mas a dinâmica do ciclo do gado, aliada a ajuda cambial tem sido um empurrão extra para as cotações da Minerva e conseqüentemente a carteira do Clube FCL Capital.

### Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. O nicho principal, mas não exclusivo, de atuação da FCL é investimentos em empresas abertas (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: [www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com).