

FCL*Capital*

Janeiro 2014

www.fclcapital.com

BR Foods: Uma opinião divergente

Alguns gestores de *fund of funds* nos dizem que poderiam, quase de cor, repetir o case de investimento para algumas empresas, devido ao número de vezes que os gestores mencionam elas entre suas posições. Ao mesmo tempo, levantam o ponto de que temos um portfólio bastante diferente.

Ser diferente não é para nós um objetivo por si só, nossa carteira diferenciada é apenas uma consequência da nossa proposta. O mundo não precisa de mais uma gestora com opiniões sobre empresas como a Petrobras, a Vale, a Exxon ou a Apple. Além disso, é do nosso framework (como indicado em nosso [relatório anual](#) de 2013), buscar nichos de mercado que são menos eficientes e/ou menos vistos. E isso certamente inclui empresas negligenciadas, que não são atualmente as queridinhas dos gestores de recursos brasileiros.

Enquanto manter participações em empresas que não são amadas por nossos amigos e concorrentes não é a situação ideal para nos colocar no centro das atenções em eventos, acreditamos profundamente que é do melhor interesse de longo prazo de nossos investidores. Dito isso, já discutimos em nossas cartas passadas muitos dos nossos casos de investimento, incluindo as ideias que acabaram sendo erros e armadilhas de valor.

Em nossa primeira carta mensal de 2014, sentimos que seria a hora de discutir uma empresa que é um tema frequente de nossas conversas com investidores. Não porque temos ela em nosso portfólio, mas porque não temos. Sendo ela uma das posições mais comuns entre as gestoras independentes brasileiras hoje em dia, esta carta resume as razões para não investirmos em BR Foods.

Uma empresa boa, com uma tese falha

Primeiro de tudo, temos sido observadores ávidos da BRF por muitos anos. Antes da fundação do clube de investimentos em 2007, já éramos investidores e durante o período de *bull market* experimentado pelo mercado brasileiro de 2003 a 2007, a maior posição pessoal do nosso gestor era Sadia. Em 2010¹, ela se fundiu com a Perdigão para formar a BRF.

Fizemos a nossa posição vendida em Odontoprev notando que uma das nossas casas de ações brasileiras favoritas, a Dynamo, era um dos principais acionistas. Desta vez, mesmo não tendo uma posição short em BRF, nos deparamos com uma situação semelhante com a Tarpon. No entanto, sentimos que a maior parte do mercado pode estar embarcando em uma tese falha. Abaixo, um resumo dos principais pontos do sell side e da maioria dos acionistas em relação à BRF:

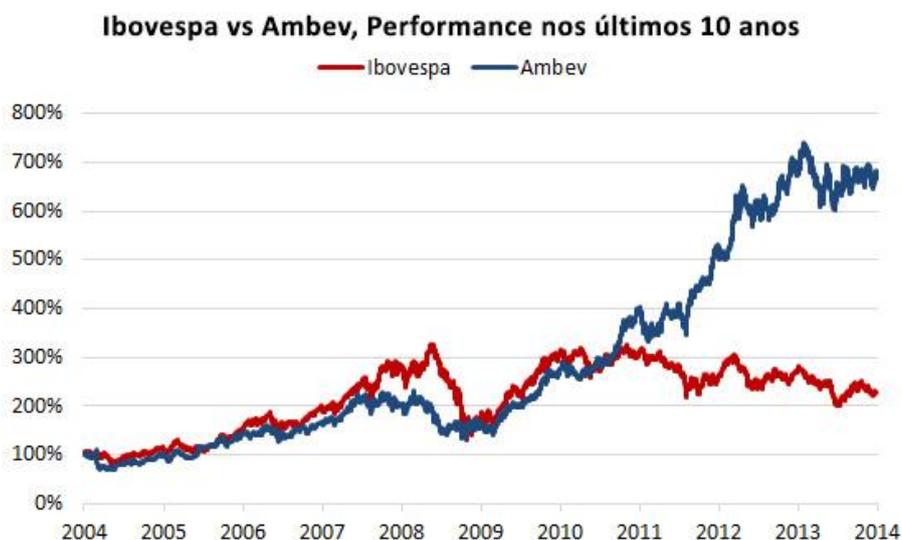
- a) A empresa está bem posicionada para ser uma campeã mundial brasileira.
- b) As ações podem parecer caras, mas são mais baratas e têm múltiplos mais baixos do que, digamos, a Ambev, e com o tempo tais múltiplos poderiam convergir para esse nível mais alto, afinal, a empresa ainda está em seu caminho para se tornar uma blue chip.
- c) As ações da BRF não deveriam ser comparadas às de empresas de commodities alimentares, como Marfrig ou a Minerva, mas com as de companhias que possuem prêmio de marca, como as gigantes alimentícias globais Nestlé e Kraft, já que essa é a direção que a empresa está seguindo.

¹ Ainda que o Cade só tenha aprovado a fusão em 2011, Sadia e Perdigão já vinham operando como uma só empresa desde 2010. Logo, para essa carta vamos considerar 2010 como o ano da fusão.

Admiramos muito a BRF. É uma empresa que gostaríamos de comprar a múltiplos mais baixos. Éramos acionistas da Sadia e assim já conhecemos boa parte da operação, algumas plantas e executivos. Dito isso, estamos em desacordo com todos os itens acima citados, por razões que discutiremos abaixo.

Mito I – A BRF não é a nova Ambev

As semelhanças são realmente surpreendentes. Dois rivais que lutaram por participação de mercado e liderança por muitas décadas finalmente passam por uma fusão, juntando forças para em seguida conquistar o mundo. A mesma história pode ser aplicada à criação da Ambev em 2004, com a fusão da Brahma e da Antarctica, e BRF em 2010, quando Sadia e Perdigão se uniram. Sendo a grande história de sucesso brasileira da última década e tendo ultrapassado a Petrobras como a maior empresa do país em valor de mercado, é natural que os investidores busquem a próxima Ambev.



A má notícia: a história da Ambev é realmente única e embora existam semelhanças entre as duas, estamos convencidos de que existem muito mais diferenças. Primeiro de tudo, cerveja não é carne e alimentos processados, e uma grande fusão nunca é uma coisa trivial. Certamente, quando os sócios do banco Garantia compraram a Antarctica da fundação que era sua principal acionista, muitos processos e pessoas tiveram de ser substituídos². Mas, quando falamos de um inventário não perecível, sinergias e escala de distribuição são objetivos mais rápidos e fáceis de se conquistar do que no caso da fusão Sadia - Perdigão.

Em qualquer país, é mais fácil consolidar o mercado de cerveja do que o mercado de alimentos. Jorge Paulo Lemann teria dito uma vez que a razão por trás deles terem sido os primeiros interessados na Brahma vem do fato de que ele olhou para toda a América Latina e observou que na maioria dos países a pessoa mais rica era um cervejeiro. Esses caras não poderiam ser todos gênios.

Como agora é entendido, a barreira de entrada real para cerveja reside nos canais de distribuição, juntamente com o gigantesco poder e prêmio de marca. No negócio de alimentos, por outro lado, há muito mais fragmentação e o prêmio de marca é menos relevante, principalmente fora do Brasil. Sadia era uma grande exportadora, mas o único lugar onde possuía algum prêmio de marca fora do Brasil era o Oriente Médio, e até lá, para diferentes produtos e em menor escala do que no seu mercado de origem.

² Como pode ser lido no livro "Sonho Grande".

O consumo e a produção devem ser mais bem coordenados, já que o tempo e a distância desde a produção até o consumo tem que ser geralmente menores. As principais sinergias não estão nos processos (algo que sempre foi a especialidade dos sócios do Garantia) ou na distribuição, mas nas vantagens comparativas em fase de produção, a menos que nós estejamos falando sobre os produtos de ponta com grande prêmio de marca, que não são uma parte tão relevante do mix da BRF.

Performance operacional AMBEV, 2004-2007				
	2004	2005	2006	2007
Receita (R\$ Milhões)	12.007	15.959	17.614	19.648
Δ Receita vs. Ano Anterior	+38,27%	+32,91%	+10,37%	+11,55%
Margem Bruta	47,71%	48,87%	53,46%	53,56%
EBITDA (R\$ Milhões)	4.000	5.988	7.369	8.311
Δ EBITDA vs. Ano Anterior	+51,94%	+49,71%	+23,05%	+12,79%

Performance operacional BR Foods, 2009-2013 (E)					
	2009	2010	2011	2012	2013 (E)
Receita (R\$ Milhões)	15.906	22.681	25.706	28.517	31.260
Δ Receita vs. Ano Anterior	+39,61%	+42,60%	+13,34%	+10,94%	+9,61%
Margem Bruta	22,72%	24,42%	24,76%	21,83%	25,08%
EBITDA (R\$ Milhões)	389	2.145	2.685	2.232	2.683
Δ EBITDA vs. Ano Anterior	-63,93%	+450,83%	+25,15%	-16,87%	+20,20%

Entendemos a ancoragem que muitos gestores brasileiros fizeram quando olharam para o sucesso da Ambev e infeririam que essa nova fusão traria uma criação de valor similar para a BR Foods. Mas, ao longo dos anos, tendo conhecido a Sadia profundamente e tendo olhado cautelosamente as operações e o planejamento estratégico da BRF, estamos cada vez mais confiantes em dizer que os investidores que procuram o mesmo padrão devem se decepcionar.

Quatro anos já se passaram desde a fusão. Com o tempo, temos visto muitas pessoas colocando fé no sonho de que a BRF é a nova Ambev. De fato, um rápido passeio pelas carteiras da maioria dos gestores de ativos brasileiros vai mostrar que esta é ainda uma das posições mais relevantes na maioria das carteiras de ação. Abaixo, alguns dados por trás de ambos os cases:

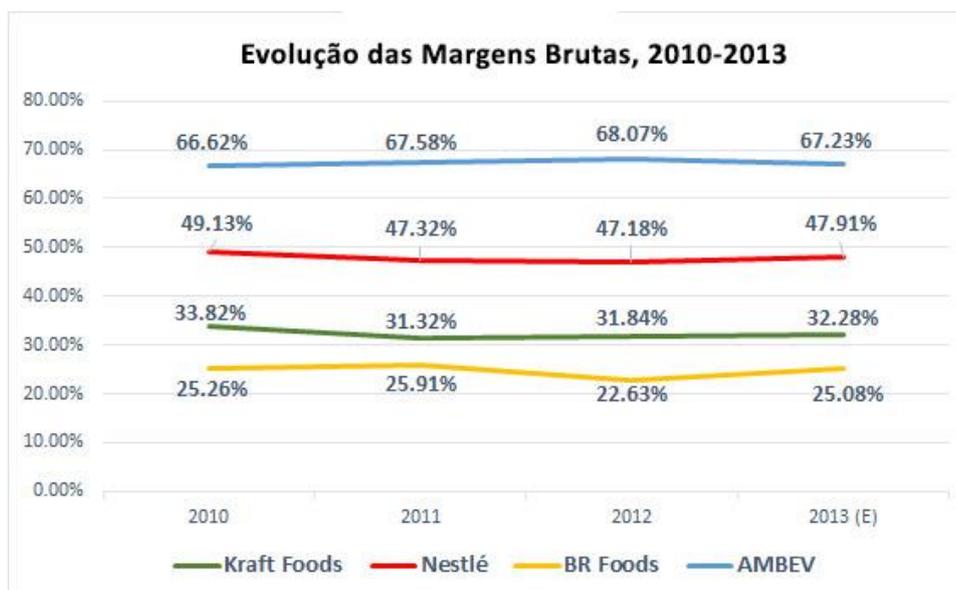
Múltiplos das Empresas no Momento da Fusão		
	P/L	EV/EBITDA
AMBEV (2004)	34,81	11,92
BR Foods (2009)	29,72	13,13

Mito II – Marca Premium

O segundo mito sobre a BRF é que quando nos concentramos em seus múltiplos e crescimento de vendas, estamos olhando para o lugar errado. A empresa está passando, como muitos de seus fãs diriam, por uma transição profunda objetivando ser uma marca premium global, de modo que compará-la à empresas como Minerva ou Marfrig seria como comparar Mcdonalds à um bistrô francês.

Então, fizemos um exercício de comparação entre a margem bruta da BRF com a da Nestlé e da Kraft Foods, duas marcas globais de alimentos premium. A comparação não é lisonjeira. Não só as margens da empresa brasileira são de forma consistente significativamente mais baixas, mas não estão, de forma

alguma, convergindo para os “pares” globais.



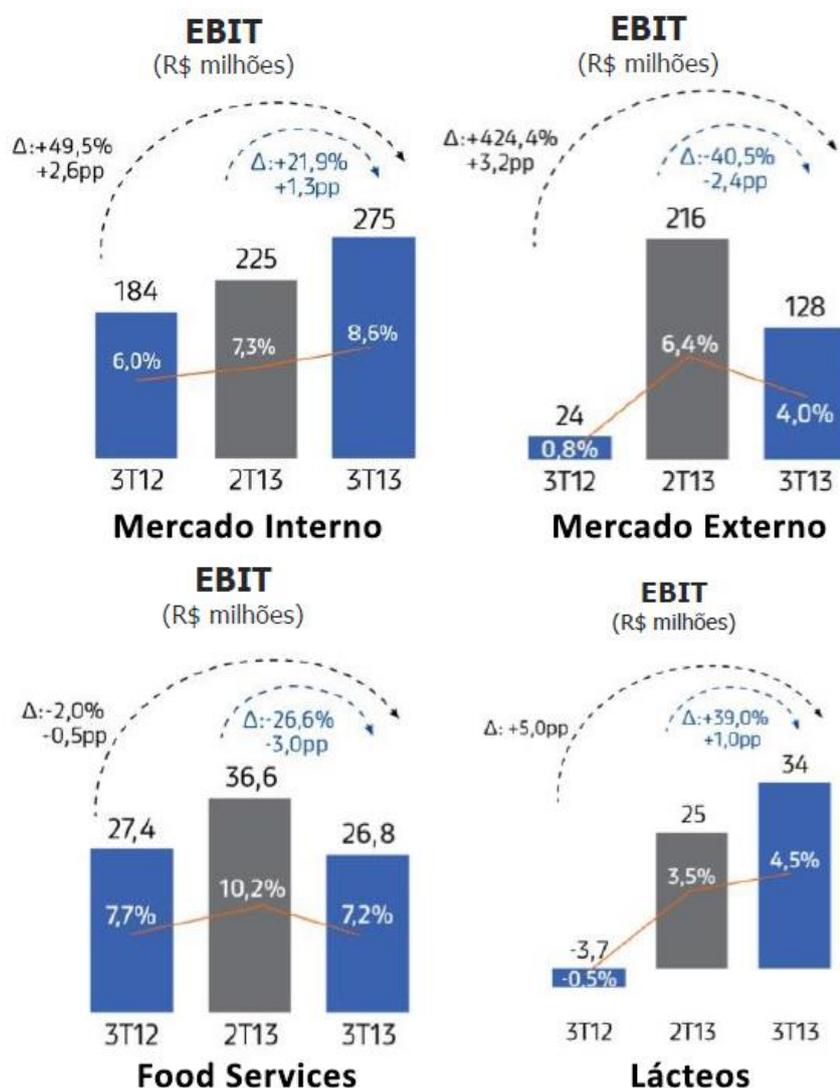
Além disso, a empresa não está se tornando mais global. Na verdade, o antigo foco da Sadia em ter pelo menos 50% de suas vendas no exterior foi perdido. Em muitos aspectos, consideramos Sadia uma empresa melhor do que o resultado de sua fusão com a Perdigão, que tem vastas deseconomias de escala, complexidades, múltiplos objetivos, culturas e produtos.

BR Foods – Desempenho das Exportações		
	Receita (R\$ Milhões)	% da Receita Total
2010	9.166	40.4
2011	10.287	40.0
2012	11.126	40.8
2013	12.135 (9M13 atualizado)	43.7

Um dilema que já sabíamos desde os dias da Sadia é que quando o percentual de vendas fora do Brasil cresce, as margens tendem a diminuir. Não é muito complicado: os produtos industrializados de marca da BRF são mais vendidos no Brasil (com poucas exceções significativas) e os “commoditizados” dominam o mix de vendas da empresa no exterior. Logo, se suas vendas no exterior crescem, as margens tendem a diminuir ainda mais. Ainda assim, nós não estamos dizendo que a empresa não deva tentar crescer no exterior.

Matematicamente falando, depois de vários exercícios projetando crescimento de vendas esperado para a companhia no exterior, não poderíamos, mesmo esticando muito as nossas expectativas de margem, chegar nem perto do que a maioria dos analistas está estimando (crescimento de vendas rápido no exterior combinado com estável trajetória de crescimento de margens).

Nós tentamos bastante obter mais informações sobre as margens por produto, mas a empresa não revela os números. Porém, ela faz divulgação das margens EBIT interna e externa. Como esperávamos, as margens externas foram significativamente e consistentemente mais baixas.



Fazendo simples inferências, é difícil imaginar que algum dia elas vão convergir. Enquanto as vendas no mercado interno são basicamente de produtos industrializados (os de marca com alta margem), as vendas externas ainda são mais de 80% compostas por produtos não transformados, apesar dos esforços da empresa.

MERCADO INTERNO	MIL TONELADAS			R\$ MILHÕES		
	9M13	9M12	var. %	9M13	9M12	var. %
In Natura	308	331	(7)	1.816	1.584	15
Aves	207	228	(10)	1.104	914	21
Suínos/Bovinos	101	102	(1)	713	671	6
Processados	1.098	1.233	(11)	6.860	6.808	1
Outras Vendas	267	334	(20)	715	644	11
Total	1.673	1.897	(12)	9.392	9.037	4

MERCADO EXTERNO	MIL TONELADAS			R\$ MILHÕES		
	9M13	9M12	var. %	9M13	9M12	var. %
In Natura	1.506	1.571	(4)	7.604	6.709	13
Aves	1.306	1.349	(3)	6.240	5.382	16
Suínos/Bovinos	200	222	(10)	1.364	1.326	3
Processados	323	269	20	2.049	1.518	35
Outras Vendas	55	9	529	55	8	617
Total	1.884	1.849	2	9.708	8.234	18

Nós podemos estar errados. A empresa pode criar marcas poderosas no exterior, mas é um objetivo muito longe de ser trivial e, mais importante, não vemos muitas sinergias entre esta visão e o atual mix de produtos de baixa margem no exterior.

Mito III – Vantagem competitiva global

O terceiro e último mito em nossa opinião, vem da visão de que a BRF é um futuro campeão mundial natural. Nós não vemos nesta empresa as vantagens competitivas claras e sustentáveis que vemos, por exemplo, na Minerva, que foi discutida no último relatório anual.

É importante dizer: esta carta não deve ser mal interpretada. Achamos que a BRF é uma empresa ótima e esperamos que a sua gestão possa virar a mesa. Nós não estamos short na empresa e não estamos pensando em ficar short em um futuro próximo. Esta carta é apenas uma tentativa de responder de uma vez por todas uma pergunta que ouvimos com muita frequência: "por que vocês não gostam de BRF?".

Um comentário especial deve ser feito em relação ao Abílio Diniz, novo chairman da empresa. Ele construiu um império de varejo por um motivo. Ele é um homem de negócios único e, portanto, a empresa está em boas mãos. Passamos uma grande quantidade de horas vendo as apresentações e material de leitura da empresa, temos a impressão que cada vez mais o trabalho de Abílio já está sendo sentido em toda a empresa.

No geral, porém, vemos BRF como um mix entre sustentáveis vantagens competitivas e tropeços significativos. Alguns segmentos de negócios são muito bem sucedidos (todos no Brasil), como sua linha interna de tenders e chesters. Por outro lado, outros segmentos como sua divisão de lácteos tem péssimo desempenho. Além disso, é importante notar a dificuldade de criar marcas poderosas ou viabilizar aquisições significativas fora do Brasil, um caminho que achamos que deveria ser considerado devido ao poder de fogo financeiro da empresa.

Uma coisa que não gostamos é o seu tamanho. Era mais fácil ter exposição aos "bons" nichos quando as empresas eram separadas. Temos perguntado a nós mesmos nos últimos meses se estamos sendo nostálgicos, já que éramos acionistas na época da Sadia. Mas sendo imparciais em nossa análise, achamos que a empresa é muito grande, muito diversificada, e, portanto, sem foco. Algumas partes dela realmente têm vantagens competitivas sustentáveis, mas não as vantagens competitivas globais que seus entusiastas acreditam.

BR Foods vs Minerva – Comparação dos Múltiplos		
	BR Foods	Minerva
EV / EBITDA	13,22	6,25
Preço / Lucro (Estimado)	16,98	8,22
Preço / Receita	1,21	0,32
Margem EBITDA	10,69	10,41

A BRF, na realidade, é composta por duas empresas diferentes: uma orientada para mercados internos, com prêmio de marca e alta margem e uma exportadora de commodities, assim como a Minerva ou a JBS. Os investidores estão extrapolando e pagando o preço de uma empresa com um alto prêmio de marca para toda a empresa, quando esta não será a realidade em um futuro previsível (na próxima década, pelo menos).

Os investidores têm, por vezes, um fetiche por margens altas. Eles pagam múltiplos elevados para as

empresas que dizem estar “*trading up*” ou tornando-se mais “orientadas para marca”. Em Finanças Comportamentais isto seria um caso de assimilação. Os investidores são membros da elite, e eles pagam mais pelas empresas cujos produtos eles consomem.

Olhando para o panorama geral, no entanto, é difícil discordar do argumento de que o Brasil é muito competitivo vendendo carne no exterior e ações dessas empresas estão muito baratas. É por isso que temos Minerva e uma das razões pelas quais nós tínhamos Sadia na época. É, no entanto, muito fácil negar a noção de que a BRF tem um único pingo de vantagem competitiva em relação aos seus pares globais, no que diz respeito ao poder de suas marcas, como foi mostrado acima. Logo, não vemos nela um campeão global. Vemos uma ação muito cara de uma empresa de boa qualidade.

Desejamos tudo de melhor para a nova gestão da BRF. Se conseguirem virar a mesa e um novo campeão global brasileiro nascer, vai virar uma grande história. Mas, por agora, vemos isso apenas como um sonho distante. Não vemos nada que nos indica que essa visão será uma realidade na próxima década, se é que será algum dia. Acreditamos que a BRF deva manter a sua forte posição em diferentes mercados de alimentos industrializados do Brasil e continuar a ser um exportador de commodities alimentícias. Tudo somado, não será uma empresa muito diferente do que é agora, talvez um pouco menos confusa e mais eficiente.

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. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

felipe.marcondes@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Bradesco

Regulamentação



Administração e Distribuição



BNY MELLON

Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br)