

FCL*Capital*

Abril 2013

www.fclcapital.com

Ilações

Desde o dia em que alguns comerciantes e mercadores começaram a fazer negócios debaixo de uma árvore *buttonwood* em 1792, dando origem a New York Stock Exchange, muito se aprendeu sobre o mundo dos investimentos. Com o tempo, uma legião de investidores e pensadores, desde Benjamin Graham, sir John Templeton, Warren Buffett, Copeland, Damodaran, até George Soros, Henry Kravis, Jorge Paulo Lemann, e tantos outros, deram sua contribuição para o conhecimento que temos hoje.

Cada dia que passa, a arte dos investimentos vai se transformando na ciência dos investimentos. Mas ainda há um longo caminho pela frente, com muito mais a se aprender do que o conhecimento já reunido nestes últimos séculos. Estamos certos de que duas áreas promissoras terão atenção especial no século 21: Behavioural Investing¹ (Finanças Comportamentais) e Applied Accounting² (Contabilidade Aplicada).

Estas duas áreas são fronteiras pouco conhecidas. Ao contrário, por exemplo, da teoria de precificação de *bonds* ou *valuation* de ações, estas áreas são ainda relativamente inexploradas e ainda estão na infância, o que traz novas perspectivas e *insights* para o jogo.

A primeira, *behavioural investing*, sempre foi um tema frequente de discussão nas nossas cartas mensais: ela analisa os vieses, preconceitos e armadilhas em que os investidores humanos incorrem ao alocar seu capital. A segunda, *applied accounting*, se dedica a buscar pistas e sinais ocultos (especialmente fraudes) escondidos nos balanços financeiros publicados pelas empresas. E curiosamente, estes dois novos promissores campos nos ajudam a explicar a nossos investidores dois dos mais recentes investimentos feitos por nosso fundo: Log-In Logística e Direcional Engenharia.

Eles também mostram, em nossa opinião, que a maioria dos investidores estrangeiros só arranha a superfície quando se trata do mercado de ações brasileiro. Quando muitos estrangeiros buscam uma “*small cap* escondida”, eles acabam comprando empresas que não são *small caps* nem escondidas para a maioria dos investidores, e muito menos possuem um desconto de valor atrativo. Mas esta é uma história para outro dia. Por hora, vamos voltar para as duas fronteiras “selvagens” do campo dos investimentos e as duas novas posições de nosso portfólio.

Em algum ponto em meados de 2007, lembro que comecei a me sentir preocupado com o mercado de ações do Brasil. A bolsa brasileira havia multiplicado seu valor em cinco vezes nos quatro anos anteriores, e como tudo o que sobe rápido, começou a atrair a atenção dos investidores de varejo rapidamente, tornou-se quase impossível o ato de ir a uma academia de ginástica, cabelereiro ou barzinho sem ouvir da mesa do lado alguma história sobre como alguém “era um expert em ações”, e “tinha ganhado uma bolada na Bolsa”.

¹ Existem muitos livros bons sobre esse assunto, nosso preferido é o de James Montier, “Behavioural Investing” (2007)

² Um uso fascinante de contabilidade aplicada foi o short de ações da HP antes dela comprar a Autonomy. O hedge fund australiano Bronte Capital havia descoberto que a Autonomy era uma empresa de software fraudulenta porque no seu balanço constava um número alto demais de recebíveis.

Falava-se sobre quando Eike Batista iria ultrapassar Carlos Slim como homem mais rico do mundo. Sim,

um *bull market* faz muitas loucuras acontecerem. Nós havíamos escrito extensivamente em nossas cartas mensais que achávamos que as projeções dos investidores não estavam adequadas, mas no final, devido à estrutura *long-only* que na época nosso clube adotava, fomos em certa medida pegos pela crise como todo mundo.

Assim, alteramos nossa estrutura para um produto *long-biased*, que usamos até hoje no fundo *equities*, oferecendo dessa forma aos nossos investidores uma camada adicional de proteção em momentos de incerteza.

Uma das características mais impressionantes do período de euforia de 2006-2008 foi a febre de IPO's na Bovespa. Dezenas de empresas aproveitaram a oportunidade para abrir o capital, devido ao enorme apetite de investidores institucionais por ativos brasileiros. Como em muitos casos estes institucionais não conseguiam alocar todos os seus recursos durante o processo de *bookbuilding*, em muitas situações havia uma corrida nos primeiros dias de negociação, gerando altas expressivas em muitos papéis logo após o IPO.

Rapidamente um grupo de "*flippers*" surgiu, pessoas especializadas em reservar grandes pedidos no processo de *bookbuiding* apenas para descarregá-los com um lucro no primeiro dia. Muitas empresas pré-operacionais, ou ideias semi-pré-operacionais conseguiram levantar bilhões de dólares. Como sabemos hoje, uma grande parte destas empresas tinha qualidade muito duvidosa, para dizer o mínimo.

Esta casa, devido à sua inclinação natural de buscar valor, investir em ideias sólidas e de buscar valorização do capital, sempre teve grandes reservas quanto a ideia de "pagar adiantado" por projetos que poderiam ou não se materializar e serem muito recompensadores no futuro. Sem dúvidas devemos ter deixado passar algumas boas oportunidades devido a este temperamento, mas não lamentamos esta decisão.

Provavelmente, foi esta a principal razão devido a qual nunca investimos em nenhuma empresa que "terminasse com a letra X". E acreditamos que não são muitas as casas de investimento em ações brasileiras que podem dizer o mesmo. A euforia, como todas as euforias, teve o seu clímax e então o seu fim terrível no final de 2007 e início de 2008.

Isso não foi antes que um de nossos investidores, chateado quando soube que não iríamos entrar no IPO da OGX, solicitasse resgate de todo o seu dinheiro no nosso então Clube de Investimentos. Fascinado com a subida do índice e com os ganhos rápidos dos IPO's, ele decidiu gerir o seu dinheiro por conta própria. O fato é que a tentação de *flippar* IPO's e ganhar rios de dinheiro em ideias pré-operacionais se mostrou demais para a maioria dos investidores resistirem.

Quando o inventário de todos os pecados cometidos na euforia financeira 2006-2008 for feito, certamente no *podium* olímpico dos pecadores estará o setor da construção civil. Um grande número de empresas, algumas sem qualquer vocação natural para a bolsa de valores, se apressou em criar planos mirabolantes de crescimento e ideias claramente contrárias à própria orientação a qual os negócios em questão vinham sendo geridos.

Quando tomamos o tempo para pesquisar alguns artigos desse período de tempo (temos este velho hábito de verificar o que as pessoas diziam no passado) torna-se quase risível o quão errada a maioria das projeções dos analistas estava e quão longe do razoável as previsões da maioria dos *managements* das construtoras estava.

Certa vez, em entrevista para a revista Veja, o fundador da construtora Tenda comparou sua empresa com o Habib's, a popular cadeia de *fast-food*, dizendo que se o Habib's havia tornado possível que todos pudessem desfrutar de comida árabe, por que não poderia a Tenda fazer o mesmo com imóveis? Um novo mundo de crescimento perpétuo e altas margens foi idealizado por muitos.

O papel, afinal, nunca reclama. Foram feitas projeções apressadas, falsas premissas, extrapolações ousadas *ad infinitum*, etc. Uma importante característica do setor imobiliário, que sem dúvida foi responsável por estragos à parte é a de que no setor de construção, devido a regras específicas de contabilidade, a receita na maioria das empresas é lançada à medida que as obras vão sendo construídas, o chamado "método de percentual de construção". Ou seja, se as unidades de um prédio estão vendidas e a obra está na metade, metade da receita total já foi lançada.

Com o tempo, para empresas em alto grau de crescimento, isso se tornou um incentivo perverso: a maioria dos gestores, alguns de má fé outros não, construiu muito e de forma extremamente apressada, e como os investidores avistaram crescimento rápido e receitas crescentes, as ações destas empresas começaram a disparar. Ocorre que como em todos os esquemas frágeis, o tempo foi cruel.

Os anos passaram, muitas obras acabaram estourando o orçamento, apresentando problemas de inadimplência, entre outros contratemplos, deixando estas mesmas empresas em uma situação financeira terrível, mas claro, isso foi bem depois que a administração de muitas destas empresas já houvesse embolsado milhões de reais em bônus, devido ao crescimento e lucros (contábeis) que apresentaram.

São incentivos perversos, que um pouco de contabilidade aplicada sem dúvida ajudaria a coibir, protegendo em muito os investidores mais espertos. Por isso mesmo, temos que dar crédito para os poucos que levantaram o ponto de que isso poderia acontecer, pois aconteceu.

Construção civil é um setor de ciclo longo. Quando orçamentos de muitos projetos começaram a se mostrar grosseiramente subestimados, as empresas tiveram de levantar capital adicional para concluir os mesmos. E para tornar tudo pior, problemas do mundo real como a falta de mão-de-obra (exacerbada pela corrida expansionista das construtoras), aumento do custo de materiais, atrasos de pagamentos, entre outros, logo surgiram. Mais uma vez, muitos investidores caíram desavisados no canto da sereia, enganados como muitas vezes já haviam sido no passado.

Como Benjamin Graham colocou com perfeição, o Sr. Mercado é um maníaco-depressivo. Às vezes ele está eufórico, com humor bom demais até para seu próprio bem. Às vezes, tudo é escuridão. Após sofrer com o canto da sereia das histórias pré-operacionais no Ibovespa, o reflexo natural de muitos investidores foi evitar a todo o custo tudo o que não gerasse *yield* desde já. Qualquer negócio até mesmo em expansão que tivesse necessidades de reinvestimento e CAPEX passou a sofrer desconto.

Coisas tangíveis e comprovadas passaram a ser a lei. Logo, qualquer empresa pré-operacional passou a sofrer. Os mesmos analistas que recomendavam compra em papéis que estavam cotados a 20 reais por ação, passaram a recomendar venda dos mesmos papéis cotados a 2 reais por ação. E uma das características básicas dos investidores - a tendência de entender o mundo em histórias e se comportar em manada - inevitavelmente aconteceu.



Comparação 12 meses: Log-in Logística vs HRT vs OGX vs LLX – Fonte: Bloomberg

A Log-In Logística é uma empresa de cabotagem, ou seja, transporte de carga entre portos de um mesmo país. Devido a um programa de incentivo federal relativamente desconhecido do governo, o dinheiro usado para a construção de navios de carga no Brasil pode ser reembolsado para a empresa, utilizando o chamado AFRMM. Se isto parece ser bom demais para ser verdade, é porque é mesmo.

A empresa pode financiar o seu CAPEX e sua expansão a custo essencialmente zero. E há mais: o estaleiro responsável pela entrega de navios e pelo upgrade na frota da Log-In esta trabalhando em plena capacidade devido programa de expansão da empresa. Agora a coisa fica interessante: devido ao péssimo estado do setor de construção naval no país e ao protecionismo comercial tornar caro importar navios para cabotagem, só há um estaleiro capaz de entregar os navios para modernização da frota: o estaleiro que atende a empresa.

Recentemente, o principal concorrente da Log-In teve de importar dois navios, em vez de construí-los no Brasil, e não pode utilizar o mesmo programa devido a este fato. Em vez de promessas feitas durante os anos de euforia, a Log-In já está no negócio (embora com navios alugados e, portanto, hoje operando com margens mais baixas) e tem um plano claro, simples e factível. Não se trata de um

projeto cuja história precisa ser vendida para deixar alguém rico em um IPO.

A Vale é a maior acionista e, mesmo que o plano de investimentos por algum motivo desande, a empresa ainda assim não estaria terrivelmente cara. Com o plano vingando e os navios sendo entregues até o fim de 2014, por outro lado, a empresa se encontraria, em nossa opinião, obscenamente barata.

Log-In Logística - Investimentos em Navios

Ano	# de Navios	TEUS*
Adquiridos em 2008	2	1.700
Adquiridos em 2011	2	2.800
Em construção - Prontos em 4T13, 2T14 e 4T14	3	2.800

*- *Twenty-foot Equivalent Units* – Métrica de capacidade cargueira naval

Mas ao contrário dos outros casos pré-operacionais brasileiros, este não é uma ideia bolada por algum banqueiro de investimentos: existe uma demanda real e um plano de expansão viável. Mas a história permanece, os investidores costumam fazer coisas estúpidas em épocas de euforia e coisas igualmente estúpidas em épocas de vacas magras.

Log-In Logística – Evolução da Frota

Ano	# de Navios	Idade Média dos Navios	TEUS*
2007	2	12	1.700
2012	2	4	2.800
2015 (E)	3	3	2.800

*- *Twenty-foot Equivalent Units* – Métrica de capacidade cargueira naval

Tendo dito que daquela água (ideias pré-operacionais no Brasil) não beberíamos, tivemos que engolir nossas palavras devido a este caso extraordinário: uma empresa líder, em um setor estratégico, subsidiada pelo governo brasileiro e em um ambiente de altas barreiras de entrada.

Quando nosso analista Gustavo Prado quis conversar comigo sobre uma “empresa de construção notável e diferente” de Minas Gerais chamada Direcional, a ser considerada para a perna *long* do portfolio do nosso Equities Fund, rapidamente quis cortar a ideia: Será que ele não havia se tocado de todos os problemas pelos quais o setor estava passando? Será que ele não percebia que era um orgulho para a FCL o fato de que essas ideias tolas por aqui nunca vingaram? Que o management de

muitas construtoras havia mudado e que planos e promessas de “pé no chão” eram repetidas, mas no fundo os incentivos perversos ainda estavam em vigor? Por que essa tal empresa seria diferente?

De muitas maneiras, eu aprendi que a Direcional era realmente diferente de seus pares. Para começar, por sorte ou azar, o timing para o IPO dela foi um pouco tarde e ela teve que receber um investimento de *private equity* antes de se tornar empresa aberta, mas havia muito mais. Tão mais, que hoje sequer consideramos a Direcional uma empresa de construção, no sentido tradicional.

Se voltarmos para o clássico “vantagem competitiva” de Michael Porter, vemos que ele acreditava haverem duas maneiras para uma empresa ultrapassar os seus concorrentes: um produto superior ou um menor custo de produção.

Devido a um método inacreditável, um foco incansável de produção industrial interna de materiais, mão-de-obra não terceirizada, escala industrial de construção (eles não entram em projetos com menos de mil unidades) e assim por diante, eles podem de fato reivindicar o título de ser uma das empresas de construção mais inovadoras do mundo e que, evidentemente, conseguem repassar parte da escala e de seu menor custo para seus clientes.



Vídeo - Método Direcional (Clique para assistir)

Nos últimos anos, a Direcional se tornou o maior participante do segmento Faixa 1 do programa Minha Casa Minha Vida, respondendo por 4% de todo o projeto neste nível em todo o Brasil. Muitas empresas se deram mal tentando vender para esse segmento, e a maioria está desistindo e voltando a focar em vender para a classe média e média-alta. A Direcional, por outro lado, está cada vez mais focada, e este setor está se tornando cada vez mais importante para a empresa, se comparado com o negócio de incorporação tradicional.

Logo, sob nosso ponto de vista, é uma empresa bem particular: quase não há risco de demanda (uma vez que seu cliente em última instância é um programa governamental) e não há complexidade no fluxo de caixa, já que os recebíveis passam a ser curtos. Em última instância, a Direcional poderia, em sua essência, quase ser considerada uma empresa de empreitada.

Se aceitarmos ao menos em parte este nosso *framework*, isso significa que grande parte dos analistas olha a empresa de um ângulo bastante incorreto, comparando-a com outras incorporadoras como Cyrela, Rossi e Gafisa. Ela está submetida a outras regras e realidades e não estamos nem dizendo que

isso é necessariamente uma coisa boa, mas é algo sem dúvida pouco levado em consideração por investidores que pensam em Direcional como parte do mesmo pacote onde estão essas outras empresas citadas.

Quando Gustavo finalmente me convenceu a olhar com honestidade e profundidade a empresa pela primeira vez, comecei rapidamente a ficar maravilhado. “Essa parece ser uma bela empresa”, lembro de ter admito após apenas uma hora de trabalho. Eram 3 da tarde e não abandonei minha mesa ate quase 9 da noite, com mais perguntas que respostas, tentando entender melhor seu modelo notável e seu *approach* único.

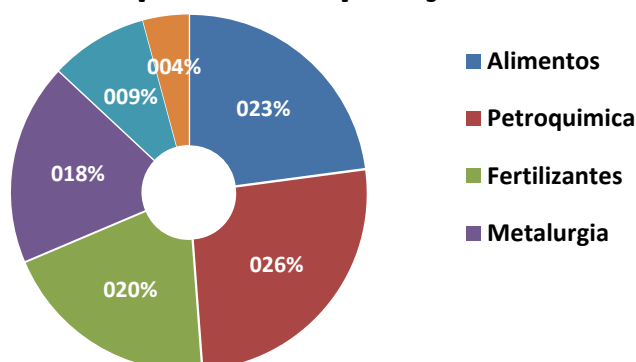
Ainda estamos, de fato, em modo de aprendizagem, e ainda pretendemos aprender mais sobre o seu método, os seus canteiros de obras, etc. e, portanto, a nossa posição ainda é pequena. Mas já podemos dizer que a Direcional não é apenas um negócio totalmente diferente, mas a sua gestão aos nossos olhos tem um nível de credibilidade totalmente diferente do que a maioria de seus pares.



Direcional: Evolução da Receita e Lucro Líquido – Fonte: Financial Times

Lá não nos parece existir “orçamento otimista” (leia-se “marretado para baixo”), VGV inflado e projetos com crescimento *ad infinitum* e nem nos parece que haverá necessidades de rodas de oração para evitar inadimplência futura (a vantagem de vender para o governo). Assim, o recebimento é claro e o modelo inteiro para em pé. E a cereja no topo do bolo é que como eles possuem um método para realizar o serviço de uma maneira ultra-inovadora, barata e eficiente, logo a margem bruta deve ser a melhor do setor, como uma consulta na Bloomberg comprova.

FCL Equities - Exposição Setorial



Se alguém me dissesse há um ano que hoje nosso fundo estaria investido em uma empresa “semi-pré-operacional” e em um negócio imobiliário, eu certamente teria rido. A realidade é clara, é que esta casa e especialmente este gestor são tão propensos aos erros expostos pelas finanças comportamentais e por *applied accounting* sobre os quais tanto falamos quanto quaisquer outros investidores.

Neste último ano, ficamos felizes de termos aberto nossas mentes à novas possibilidades que antes não havíamos considerado, e isso é claro, sem abaixar nossa guarda em relação ao controle obsessivo de gestão de risco e limitação de *downside* que nossos investidores já conhecem. Nós apelidamos estas duas empresas de “safra 2013” dos investimentos do FCL Equities. Temos na FCL profundas expectativas que esta safra vingue e cresça, para se tornar uma das mais valiosas safras da história de nosso produto ao longo do tempo.

Composição FCL Equities	
Long	103,91%
Short	(4,70%)
Cash	(2,28%)
Net Long	96,93%

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



Regulamentação



Administração e Distribuição



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)