

FCL*Capital*

Maio 2013

www.fclcapital.com

Permanência e Convexidade

Em nossa permanente busca por alfa, estamos constantemente construindo, dentro da FCL Capital, nosso *framework* para busca, compreensão e criação de ideias de investimento. Quais são afinal os ingredientes que fazem uma ideia de investimento ser vencedora ou perdedora no longo prazo?

Acreditamos haver duas forças, um equivalente as forças do *yin* e *yang*, nos investimentos em ações, que apelidamos de permanência e convexidade. Nessa carta falaremos como elas se relacionam com algumas das nossas ideias de investimento.

Parte 1 – Permanência: O poder de se manter no topo

Como o nome indica, a permanência refere-se à previsibilidade de que um determinado resultado vai se manter no futuro. Muito é escrito sobre a imprevisibilidade do capitalismo, mas qualquer analista de ações tem como parte de seu trabalho procurar pistas sobre como será o futuro. Negar isso seria afirmar que o único fator para o sucesso no mercado é a sorte, o que claramente não é o caso.

Antes de tudo, é importante dizer: é uma coisa boa o fato de o dinheiro estar sempre mudando de mãos e que o sucesso no passado, especialmente quando se trata do sucesso de uma ou mais gerações de uma família, não se traduza necessariamente no sucesso das próximas gerações. A famosa síndrome do pai rico, filho nobre, neto pobre é muito discutida, mas se pararmos para pensar, ela é uma coisa boa do ponto de vista macro.

O dinheiro muda de mãos. Não vivemos afinal em um sistema feudal e sim em um sistema de mérito. A realidade, porém, é que nunca houve tanta mobilidade como muitos pensam. Alguns sobrenomes na Europa parecem estar se mantendo acima da renda média por períodos que se estendem por mais de 300 anos.

Além disso, uma nova elite global inteligente e cosmopolita criou um novo problema para a mobilidade: eles são munidos de informação, colocam seus filhos para estudar nas universidades *Ivy League*, como Harvard e Yale, e proveem a seus filhos ferramentas como assinaturas da *The Economist*, aulas de mandarim, etc., visando à permanência no topo.

Novamente, a partir de uma perspectiva macro (e obviamente não de um ponto de vista pessoal) o advento desta elite global esclarecida é um acontecimento terrível. Estas pessoas são possivelmente as primeiras a terem “conquistado” o sistema e seu ciclo e possivelmente manterão seus descendentes no topo por mais tempo do que nunca.

O fato curioso é que quando mudamos nossa discussão para as empresas, que é nosso foco na FCL, a primeira pergunta óbvia seria: conseguirão as empresas que tiveram desempenhos notáveis no passado sustentar suas performances incríveis no futuro ou convergirão elas inevitavelmente para as médias de seus setores de atuação? E mais: é possível para um analista separar e descobrir quais empresas pertencerão a cada caso?

Em outras palavras, será que alguém realmente sabe com certeza se, por exemplo, na era pós-Steve Jobs a Apple continuará a surpreender e maravilhar a todos nós? Se as latinhas de Coca-Cola dentro de 100 anos continuarão a ser reconhecidas até por bebês que não sabem ler?

A resposta triste é que, ao contrário da situação das famílias, a performance das empresas quando analisada historicamente parece ser mais volátil e de difícil previsibilidade do que

situações de patrimônio familiar. A maioria das *outliers* que exibem desempenho bem superior à média tende com o tempo a ver seus ROE's (retorno sobre patrimônio líquido) convergindo de volta para as respectivas médias de seus setores.

TOP 10 ROIC % – 2003 à 2007		TOP 10 ROIC % – 2008 à 2012	
Souza Cruz	39,63	Estácio	119,53
Embraer	38,24	Lojas Renner	62,51
Metal Leve	30,61	Natura	58,31
Itausa	27,30	AES Tietê	36,27
Fosfertil	23,23	Valid	35,17
Ferbasa	19,83	Souza Cruz	31,50
Saraiva	19,18	Petrobras	27,16
Tractebel	17,50	Tractebel	26,54
Petrobras	16,76	Cia Concessões	22,83
Ambev	16,64	Paraná Banco	21,39

*- Anualizado, apenas empresas da Bovespa com liquidez relevante.

ROIC % 2008 à 2012 das que saíram do TOP 10: Saraiva 20,89 - Metal Leve 19,83 – Ambev 12,50 – Embraer 6,76 – Ferbasa 4,11 – Itasa -37,29 – Fosfertil parou de ser negociada.

Muito ainda está sendo aprendido sobre a ciência do poder de permanência⁽¹⁾, mas a nossa suspeita é de que pelo menos parte da resposta seria comprar um negócio com o qual o investidor se sinta tão confortável que ele “nunca vai querer vender”, como Warren Buffett uma vez disse. Uma das vulnerabilidades de se operar com *timing* é o fato de que em momentos de volatilidade é preciso se olhar o próprio portfólio e encara-lo de frente. Ver-se como dono ao invés de como *trader*.

TOP 10 Retornos % – 2003 à 2007		TOP 10 Retornos % – 2008 à 2012	
Plascar	174,63	Cia Hering	68,83
Lojas Renner	117,45	Raia Drogasil	39,26
lochpe Maxxion	116,99	Arteris	36,50
Mangels	92,70	Marcopolo	35,95
Usiminas	92,10	Marisa	34,37
IdeiasNet	85,53	Souza Cruz	34,32
Rossi	85,22	Natura	34,30
Tam	83,22	Odontoprev	33,54
Romi	80,02	Ambev	32,44
CSN	76,98	Sanepar	32,44

*- Anualizado, apenas empresas da Bovespa com liquidez relevante.

Retorno % 2008 à 2012 das antigas TOP 10: Plascar -46,67 – Lojas Renner 20,85 – lochpe Maxxion 10,56 – Mangels -31,75 – Usiminas - 11,63 – IdeiasNet -26,18 – Rossi -25,66 – Romi -24,83 – CSN -10,26 – TAM fechou o capital. **Nenhuma empresa se manteve no TOP 10.**

Julgamos que uma das razões de nossa *overperformance* sobre o *benchmark* neste semestre é justamente o conforto que temos com a qualidade de nossas investidas.

⁽¹⁾ O livro “Built to last” do guru Jim Collins é talvez a primeira tentativa, ainda incipiente, de responder a algumas destas perguntas.

Quando não há firme certeza nos ativos que se possui na carteira, costuma ser difícil, para a maioria dos investidores, resistir à tentação de fazer *timing* no mercado, tentando comprar algo que se acredita que irá subir de preço (e não pelo fato de ter sido uma boa compra), e vendendo algo que se acredita que cairá de preço (e não pelo fato de ser um mal ativo naquele preço).

Por outro lado, quando há real conforto com os negócios adjacentes às ações, a verdadeira mentalidade de dono surge, e encara-se volatilidade de uma forma mais natural e proveitosa. Nestes casos pode-se finalmente explorar o poder de permanência, buscando empresas que possuem alguma vantagem comparativa sustentável⁽²⁾. Tais vantagens são o tempero necessário para a capacidade diferenciada de uma companhia em consistentemente superar a concorrência.

TOP 10 Retornos % Brasil 2003-2012		TOP 10 Retornos % EUA 2003-2012	
Lojas Renner	62,09	Monster Beverages	69,16
lochpe Maxxion	54,88	Green Mountain Coffee	49,83
Cia Concessões	52,12	Apple	48,57
Cia Hering	47,27	Southern Copper	38,03
Alpargatas	44,19	Southwestern Energy	34,97
Lojas Americanas	38,86	Tesoro Corp	34,06
Marcopolo	35,53	Netflix	33,71
Metal Leve	35,32	Cummings	31,48
Randon Part	34,99	Seugene Corp	31,10
Klablin	34,54	Guess Inc.	31,01

Parte 2 – Convexidade: O poder de retornos não lineares

Enquanto permanência é a potência de manutenção de uma situação ou posição competitiva, a convexidade, por outro lado, é o potencial para relações de risco-retorno não lineares. Em outras palavras, enquanto permanência é o jogo de defesa do time (nesse caso o portfólio), convexidade é o ataque.

Muitas pessoas subconscientemente reconhecem o potencial de apostas onde uma perda pequena “já está no preço” e uma recompensa, por vezes improvável, mas estratosférica, seria um bônus. É o que move, por exemplo, os apostadores da Megasena ou de Vegas: um *downside* conhecido em caso de má sorte, e um potencial de *payoff* quase infinito.

Na vida real, vemos pessoas sutilmente compreendendo e tentando manipular o poder da convexidade de formas favoráveis a elas: como a banda iniciante sem dinheiro, que chega nos EUA ou no Reino Unido por sentir que lá o sucesso é mais provável, a aspirante a atriz que vai para a Califórnia, se americana, ou para o Rio, se brasileira, ou as elites do Brasil que colocam seus filhos em intercâmbios no exterior para “ver as possibilidades do mundo” ...

E é claro, os investidores, muitos deles de varejo e sem muita experiência de mercado, que tentam sua sorte com ações altamente descontadas, os famosos *penny stocks*, algo que a FCL nunca faria. Em todos esses casos, os agentes sabem que a recompensa é algo muito longe de ser uma certeza, mas que eles podem tentar “manipular” a sorte e dar uma mão ao destino. ‘

⁽²⁾ Possivelmente o motivo pelo qual os super investidores Jorge Paulo Lemann e Warren Buffet acabaram de comprar a Heinz é por considerarem essa uma marca de grande resiliência, capaz de se manter por muito tempo no mercado.

Na FCL Capital, nosso jogo ofensivo atravessou muitas etapas de aprendizado e hoje já é bastante sistemático em alguns aspectos. Nossa maior posição nos últimos dois anos foi, até bem pouco tempo atrás, o que nós chamamos de uma “opção” na forma de uma ação: a Minerva era altamente desprezada pela maioria dos analistas pelo seu alto nível de alavancagem e características adversas do setor de atuação.

Após alguns meses reorganizando e buscando profunda compreensão no balanço patrimonial e nos *drivers* de geração de valor de negócio, chegamos a algumas conclusões não muito aceitas na época. Um novo ciclo do gado se aproximava, trazendo com ele futuras elevações de margens por alguns anos, e o processo de desalavancagem conseqüentemente se reforçaria, gerando um círculo virtuoso e fazendo com que o *enterprise value* da empresa de deslocasse velozmente do lado do *debt* para o lado do *equity*.

Hoje em dia, nossa busca por opções baratas no mercado segue adiante. Construimos posições em duas empresas de porte grande e estabelecidas, maiores e mais conhecidas do que os investimentos médios da FCL Capital costumam ser, ainda mantendo uma parte da nossa posição na Minerva, devido à lentidão do mercado em aceitar que ainda existem algumas realidades associadas ao caso que não foram incorporadas ao preço, como uma compreensão sobre a duração dos ciclos do gado, a posição competitiva dos mercados bovinos da América do Sul atualmente vis a vis seus concorrentes, a reprecificação em curso do real que irá melhorar suas margens, entre outras.

Braskem e Gerdau são reconhecidamente dois negócios inseridos no que se convencionou chamar de indústrias cíclicas. A primeira é a grande empresa petroquímica do Brasil, sobre a qual discutimos algumas vezes em nossas cartas passadas, enquanto a segunda é uma campeã industrial brasileira, em um setor problemático, prejudicado por sobre-capacidade chinesa e uma economia mundial ainda nebulosa.

Em ambas, a associação com indústrias altamente cíclicas é um pouco problemática. Cada empresa possui nichos de produtos diferentes, posição competitiva diferente e modelo de negócios diferentes, o que pode levar a comparações apressadas. Em todo caso, reconhecemos algum mérito nas ressalvas de muitos analistas aos dois casos e não estamos dizendo que temos todas as respostas para estes problemas. O fato é que após entender a fundo os números das duas, não temos medo de dizer que tais problemas já estão no preço, sendo que qualquer recuperação adicional trará um *payoff* puro.

Então é aí que a nossa recompensa assimétrica, nossa busca por convexidade nos leva: se a economia mundial não melhorar e levantar todos os barcos, nós ainda temos duas companhias estáveis, pagadoras de dividendos e negociadas a múltiplos bastante baixos. Duas posições de *investment grade* em nosso portfólio que não costuma tê-las, por se dedicar mais a *small caps*.

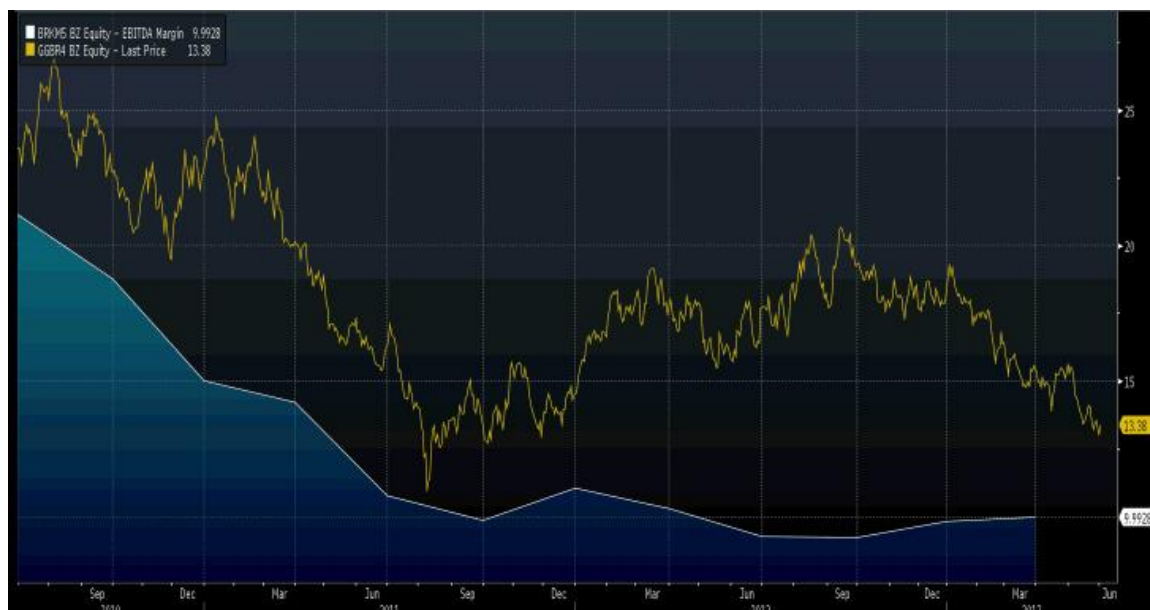
É claro, ainda que baratas, neste cenário adverso elas poderão sofrer mais um pouco e vão provavelmente ver seus papéis cedendo um pouco de preço, já que devido a suas características operacionais, seus negócios dependem muito da economia mundial (novamente, com ressalvas: Braskem possui posição única na indústria petroquímica do Brasil e Gerdau possui a vantagem de ser capaz de se beneficiar do ressurgimento dos EUA como uma base de manufatura mundial, o que certamente iria atenuar as perdas).

Se por outro lado a economia mundial e as ações brasileiras se recuperarem, ambas as empresas verão seus papéis se beneficiando convexamente, de forma não linear significativamente maiores que as perdas potenciais.

Se rodarmos algumas suposições simplistas, podemos entender a sensibilidade e assimetria dos dois cases. Uma manutenção de margens e múltiplos nos atuais patamares depreciados numa economia mundial ainda estagnante não levaria a grandes prejuízos, devido aos pontos de entrada baratos nas duas empresas.



Desempenho da Minerva (ticker: BEEF3) nos últimos 3 anos. Fonte: Financial Times.



Margem EBITDA últimos 3 anos: Braskem e Gerdau. Fonte: Bloomberg.

Por outro lado, com uma leve melhora das margens EBITDA de ambas empresas sobre suas medias dos últimos anos (cenário moderado) e manutenção dos múltiplos de ambas empresas nos atuais patamares depreciados, nos levaria a taxas internas de retorno bastante satisfatórias.

Por fim, se as margens voltarem à suas médias históricas dos últimos anos e os múltiplos consequentemente se reprecificarem também nas medias a que eram negociados nos últimos anos (cenário otimista), o potencial de retorno poderia ser astronômico.

Uma pequena perda limitada, caso as coisas vão mal, e um ganho muito alto, caso tudo dê certo...

esse é o santo Graal que os investidores estão sempre procurando e é isso que nós julgamos ter encontrado em ambas as empresas.

Performance

Do dia 1 de janeiro de 2013 ao dia 31 de maio de 2013, o fundo FCL Equities esteve praticamente estável, obtendo um desempenho acumulado de -0,02%, comparando-se favoravelmente a um desempenho de -12,21% do Ibovespa e desfavoravelmente a um desempenho de +2,81% do CDI.

Desde a inauguração de nosso primeiro produto, o clube de investimentos FCL Capital, em 3 de abril de 2007 e agregando-se este desempenho com o de nosso fundo, a partir de 22 de novembro de 2012, nossa performance composta está em +194,14%, mais uma vez comparando-se favoravelmente a um desempenho de +15,59% no mesmo período do Ibovespa e a um desempenho de +82,77% do CDI.

Nossa performance anual média, nossa métrica de desempenho interna mais importante, terminou o mês de maio em +19,07% ao ano acumulados desde a inauguração de nosso clube de investimentos e de +3,33% ao ano desde a inauguração de nosso fundo.

Composição FCL Equities	
Long	104,89%
Short	(4,91%)
Cash	(1,37%)
Net Long	98,61%

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)