

# FCL*Capital*

Outubro 2013

[www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com)

## Águas Promissoras

Em nossa carta de abril de 2013, falamos para nossos investidores sobre duas novas posições estratégicas do nosso fundo Equities: Direcional Engenharia, uma empresa imobiliária extraordinária de Belo Horizonte voltada para baixa renda e também sobre um negócio semi pré-operacional de cabotagem chamado Log-In Logística (LOGN3:BZ).

Enquanto continuamos muito satisfeitos com a Direcional, decidimos aproveitar a oportunidade desta carta para discutir em maior detalhe as nossas opiniões e expectativas em relação ao investimento na Log-In. Primeiro de tudo, é importante dizer, Log-In representa um investimento incomum para nós. Em nossa busca permanente por alfa, nunca tínhamos montado uma participação em um negócio que pode ser considerado ainda em fase pré-operacional.<sup>1</sup>

Ainda que a Log-In tenha listado suas ações em 2007, em um processo quase despercebido pela imprensa financeira e em grande parte pelo sell side, ela tem experimentando profundas modificações desde então. Portanto, ainda poderia ser chamada de uma empresa pré-operacional, exceto pelo seu negócio de movimentação portuária, que vem diminuindo em importância.

A empresa tem uma história fascinante graças a um plano de investimento agressivo que custa perto de zero, sobre o qual falaremos a respeito mais abaixo. Além disso, a Log-In está no centro de uma indústria nascente e crescente. Mas, primeiro, um pouco de contexto.

\*\*\*

Em junho de 2007, quando o subprime ainda era supostamente um problema pequeno para a maioria das pessoas, o mercado acionário brasileiro estava experimentando um grande boom. Dezenas de empresas se apressaram em seus planos de IPO e algumas pessoas de negócios se tornaram bilionárias no processo. Fazia dois anos que Eike Batista havia listado sua empresa de mineração na Bovespa e, um ano antes de sua companhia de petróleo abrir seu capital.

Log-In era, então, uma subsidiária da Vale, que ainda é a maior acionista da empresa com uma participação de 35%. Dito isso, existe uma discussão em curso sobre quando a Vale irá vender sua participação. A Log-In é pequena e desnecessária na carteira gigante e global da Vale, enquanto a Vale, que já foi o único cliente da Log-In e a finalidade de sua existência, é agora apenas mais um cliente da empresa, e nem mesmo o maior.

No prospecto do IPO, a Log-In afirmou que era "a primeira e única empresa de logística do Brasil a oferecer soluções "one stop shop" integradas para a movimentação portuária e transporte porta-a-porta de containers por meio marítimo ou ferroviário" e expôs seu plano de investimentos de R\$ 1,3 bilhão, que incluía a atualização de suas operações de movimentação de terminais e construção de novos navios para cabotagem (transporte entre portos de um mesmo país).

Curiosamente, não foi até a página 18 do prospecto que a empresa listou, entre os seus riscos, a verdadeira razão pela qual a Log-In passa a ser uma alternativa de investimento única. Sob uma lei brasileira de 1997, que diz que um subsídio é concedido para as empresas que operam no setor de cabotagem no Brasil, quando se trata da manutenção ou aquisição de navios de bandeira brasileira.

---

<sup>1</sup> Nos orgulhamos de ser parte da minoria na indústria de investimentos brasileira que nunca comprou uma única ação de qualquer empresa do grupo X, mesmo em seus dias de glória.

Os fundos são levantados através do AFRMM, um imposto de 10% sobre o frete de cabotagem, pago pelos clientes de carga costeira e depositado no FMM, para uso por empresas de cabotagem que operam no Brasil. Isso significa que, graças ao governo, com o intuito de construir uma indústria de cabotagem no Brasil, a Log-In pode levantar o dinheiro para a construção de seus navios (através do BNDES), e ser reembolsada com o dinheiro do AFRMM, que é imediatamente incorporado ao EBITDA da empresa.

Em outras palavras, trata-se de um programa de CAPEX gigante com custo efetivo de zero, uma situação quase única nos mercados de ações do mundo. Se parece bom demais para ser verdade, bem, é verdade, mas existem algumas ressalvas.

A primeira ressalva: por que nenhum concorrente aproveitou esta incrível benevolência tanto quanto a Log-In e porque nenhuma outra empresa listada que faz cabotagem usa o AFRMM? A resposta, em grande parte, reside no fato de que é muito difícil contratar um bom estaleiro para construir navios no Brasil.

Mesmo com a atração do AFRMM, Aliança, uma empresa de transporte global com operações na cabotagem brasileira, e, portanto, um dos concorrentes da Log-In, teve de importar quatro navios do exterior, pois simplesmente não conseguia encontrar alguém adequado para a construção de quatro novos navios no Brasil. Estaleiro Ilha, o estaleiro contratado pela Log-In, está operando em plena capacidade para os próximos anos com o objetivo de entregar as ordens da Log-In.

A única peça que ainda está faltando é a demanda. Seria cabotagem um setor promissor no Brasil?

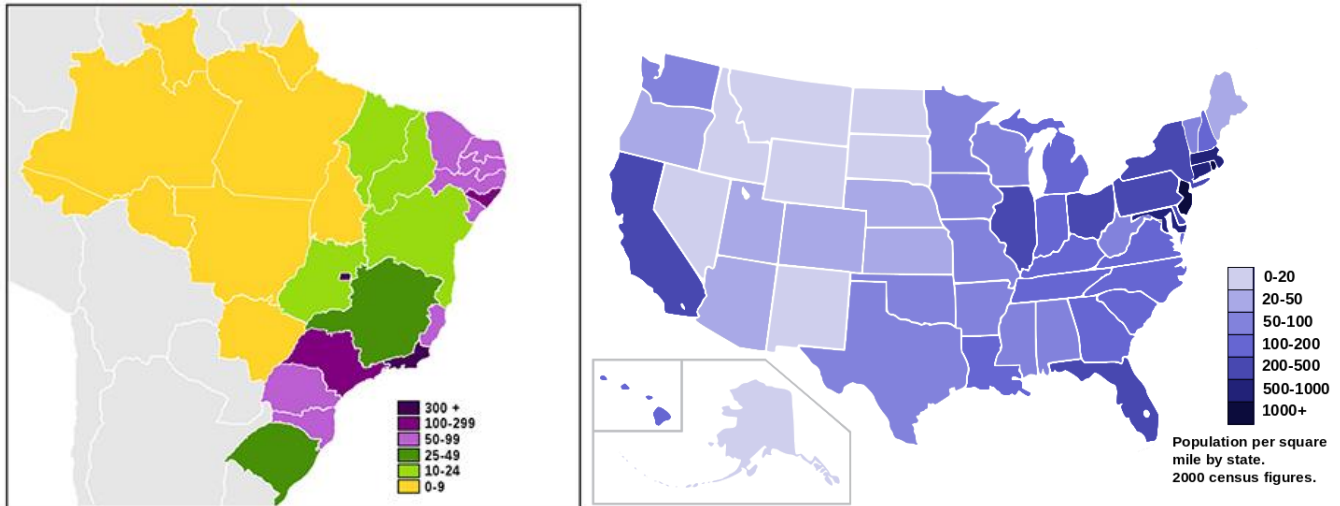
\*\*\*



O Brasil sempre foi um país à beira-mar. Suas capitais antes de Brasília foram Salvador e Rio de Janeiro, cidade onde a FCL está localizada e uma autoridade quando se trata de surfistas, praias e suas belezas. O estranho é que o nível da cabotagem dentro da matriz de transporte do Brasil é extremamente semelhante a, por exemplo, o dos EUA, não obstante o fato de que suas dispersões de densidade populacional e econômica são completamente diferentes.

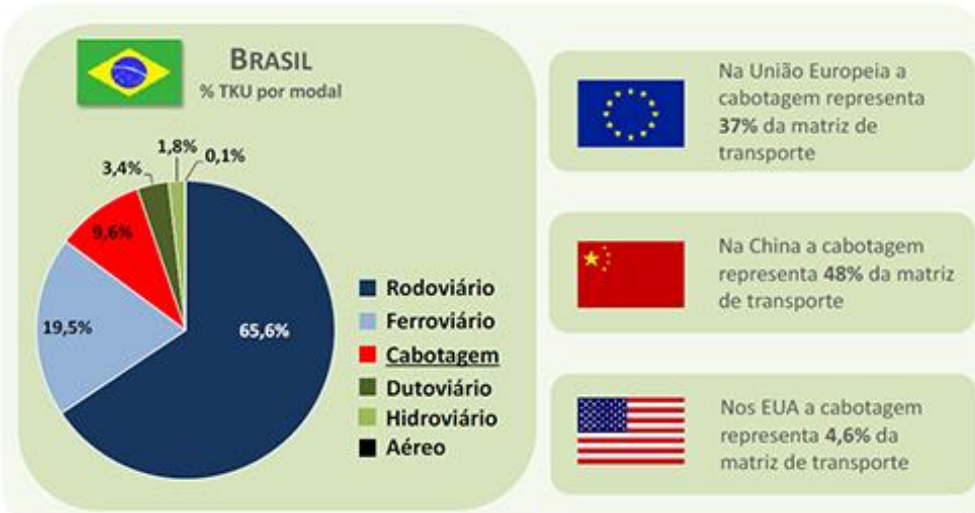
Os portos do Brasil e o comércio de produtos primários têm sido o coração econômico e a alma do país. Mas a distribuição interna de produtos no Brasil sempre teve uma composição completamente diferente do que lógica e eficiência poderiam sugerir, graças à regulação estatal, terrível infraestrutura, burocracia, a enorme quantidade de investimentos necessários, dentre outras deficiências.

Dos 200 milhões de habitantes no país, mais de 80% vive a menos de 200 quilômetros de distância do mar. Isso é engraçado, porque quase todo o brasileiro tem a imagem de seu próprio país como um país enorme, quando na realidade, praticamente toda a população e atividade econômica estão situadas em um território relativamente pequeno se comparado ao todo. Este é um grande contraste com os EUA, onde a atividade econômica e a população são extremamente dispersas.



Densidade demográfica do Brasil por km<sup>2</sup> e densidade demográfica dos EUA por “square miles”. Fonte: Wikipedia.

Há um enigma desenvolvido ao longo da história do país: se quase todos no Brasil vivem junto ao mar e se praticamente toda a atividade econômica também está localizada perto da costa, por que os bens dentro do Brasil são movidos principalmente pelas estradas e não pelo mar?



infra-estrutura de transportes. Fonte: ILOS, Instituto de Logística e Supply Chain.

Há sempre muitas explicações para problemas complexos, mas não seria muito longe da verdade se atribuíssemos este problema em particular para uma mistura de infraestrutura portuária terrível, questões culturais e à falta de uma indústria naval no Brasil. Essas questões já estão sendo abordadas, respectivamente, pela Lei dos Portos, Lei do Motorista e, bem ou mal, pela instituição do AFRMM e outros subsídios para o setor.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Não é o escopo dessa carta discutir nossa opinião política e se a AFRMM e outros subsídios deviam ou não ser aplicados no Brasil.

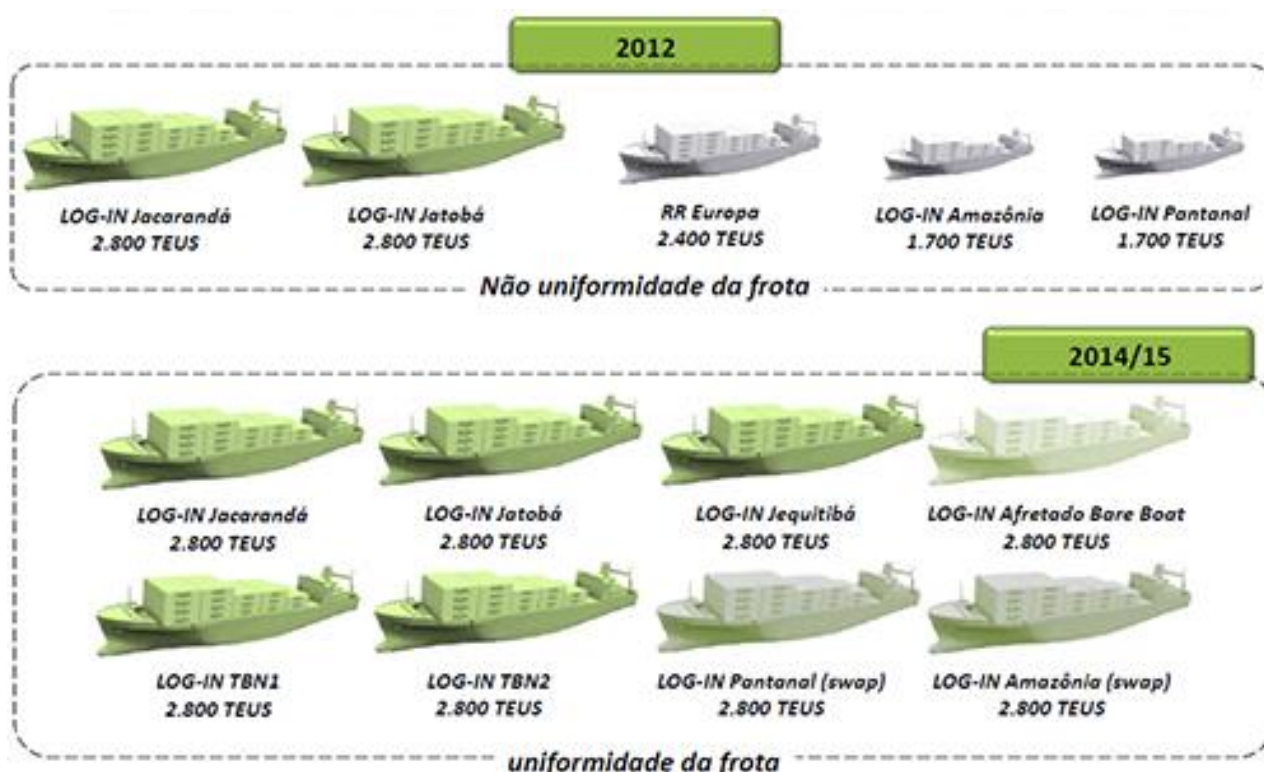


Tudo isso nos leva a acreditar que o Brasil pode ser preparado, nas próximas décadas, para uma profunda mudança no modelo de transporte de seus bens, com o transporte rodoviário cedendo cada vez mais espaço para modelos mais eficientes, especialmente de cabotagem. E como um bom líder, e talvez por causa do enorme espaço ocupado agora pelo transporte rodoviário, a Log-In tem focado não apenas em ganhar participação dentro da indústria de cabotagem, mas no aumento da participação da cabotagem na matriz de transportes do país, que possui vantagens intrínsecas sobre o modelo de estrada.

\*\*\*

Warren Buffet observou certa vez que se pedisse para um investidor escolher uma indústria promissora para as próximas décadas em 1950, essa pessoa provavelmente escolheria o setor de aviação, indústria que apresentou pior desempenho nas décadas subsequentes. Seu ponto era que estar em uma indústria promissora não era suficiente e nem mesmo o principal trabalho de um investidor. Em vez disso, devemos olhar para as empresas que tem um diferencial, bem como uma posição competitiva estabelecida e difícil de replicar.

A Log-In nos oferece algumas características únicas que investidores procuram constantemente em empresas, como um CAPEX “gratuito” e com alto retorno, demanda crescente, liderança em uma indústria com oferta muito limitada (o lado bom do pesadelo logístico que é construir uma operação de cabotagem no Brasil<sup>3</sup>), concorrência racional, crescimento acelerado, e assim por diante. E mostrou uma execução quase perfeita de seu plano de crescimento até agora, se perdoarmos o atraso da Eisa na entrega dos novos navios.



Projeto da Log-In levará a frota de 11.400 TEUS em 2012 à 22.400 TEUS em 2015. Fonte: Log-In.

<sup>3</sup> É importante lembrar que muitos países, incluindo o Brasil, proíbem barcos estrangeiros de fazer transporte por cabotagem entre seus portos, somado ao fato de que é muito difícil fazer barcos novos no Brasil, deixa a Log-In em uma posição competitiva única.

Nós expomos nossa tese, por meio de nossas cartas passadas, que acreditamos que o mercado brasileiro vem experimentando o que começamos a chamar de "bolha de qualidade". Queimado pelo fiasco das empresas X, pela redução de posições em mercados emergentes por investidores de países desenvolvidos e pelo risco de clima no geral adverso, o mercado está pagando um prêmio muito alto por qualquer coisa que já esteja gerando rendimento e que seja, nos atrevemos dizer, tediosa.

Se fizermos as contas, as coisas começam a ficar realmente interessantes. Investir é, obviamente, uma atividade inerentemente probabilística. Nunca sabemos nada com certeza. Muitas coisas podem dar errado. A Eisa poderia continuar a atrasar a entrega dos quatro navios restantes, mais oferta poderia entrar no mercado e, mais importante, o governo pode mudar a sua opinião quanto aos subsídios para o setor. Mas se as coisas continuarem como estão, é quase como se a Log-In possuísse uma licença para imprimir dinheiro.

Voltando ao conceito Dodd-Graham de margem de segurança, temos um *buffer* razoável já em vigor. Se tudo desse errado e o AFRMM fosse revogado amanhã, a Eisa fosse embora e se por algum motivo obscuro e Log-In ficasse com crescimento zero para a eternidade, a empresa ainda assim estaria com um preço decente em nossas estimativas, assumindo a hipótese razoável de que o AFRMM para navios já contratados permanecesse.

A Log-In é mais barata do que muitas empresas maduras e de crescimento baixo. E para citar Buffett mais uma vez, estamos de acordo com sua opinião de que a distinção entre crescimento e valor não existe, pois o potencial de crescimento nada mais é do que um componente do valor de uma ação. Dito isso, uma maneira de olhar para ele é tratar qualquer crescimento que a Log-In possa experimentar com a sua CAPEX de baixo custo como uma opção barata, que pode valer muito mais do que toda a empresa vale agora.

	2010	2011	2012	2013 (E)
Receita Líquida	621	659	718	780
EBITDA	79	-27	113	180
EV/EBITDA	16,3	-	15,4	11,0

## LOGN3 - Evolução da Cotação

Preço Médio de Aquisição da FCL: 8,84



## Linha do tempo da Log-In Logística, 2007-2013

<b>2007</b>	Oferta pública da Log-In.
<b>2008</b>	O navio Log-In Amazônia começa suas operações.
<b>2009</b>	Log-In firma empréstimo com BNDES para expansão do Terminal Vila Velha.
<b>2010</b>	O navio Log-In Jatobá entra em operação; Começa o transporte de bauxita para a Alunorte; Log-In inicia reestruturação organizacional.
<b>2011</b>	Focada em cabotagem, Log-In aliena direitos de comercialização do Trem Expresso à Vale; Terminada a expansão do TVV.
<b>2012</b>	Mudanças legislativas fazem com que a Log-In se beneficie de um subsídio maior do AFRMM.
<b>2013</b>	Instaurada a Lei do Motorista; Cabotagem se torna finalmente a atividade da Log-In com maior geração de receita na empresa.
<b>2014 e 2015</b>	A Log-in aguarda a entrega de mais dois navios com capacidade de 2.800 TEUS cada.

Um impulso adicional veio no ano passado com as leis acima mencionadas, a chamada "Lei do Motorista", que entre outras coisas aumenta a quantidade de descanso exigido para os motoristas, torna o transporte de mercadorias por estrada mais caro, e a "Lei dos Portos", que introduz novas regras de liberalização para os portos do país.

A Cabotagem pode ser um beneficiário indireto de ambas, uma vez que depende de infraestrutura portuária adequada e, portanto, se beneficia de mais concorrência nesse setor, assim como de um transporte rodoviário mais caro como um serviço substituto. Mas a reação do mercado foi penalizar Log-In, devido à diminuição das receitas provenientes de suas operações portuárias que ela deve experimentar devido às mudanças. Ficamos felizes em ver que a parte do negócio que realmente importa, a cabotagem, seriam beneficiada.

Não será uma transição trivial a mudança de modelo logístico no Brasil. A Log-In está, afinal, tentando arbitrar uma das principais deficiências da economia brasileira. Sabemos que será um longo caminho e não estamos, obviamente, com a guarda baixa quando se trata deste investimento, que de certa forma se encontra um pouco fora do nosso núcleo de competência. Dito isto, trata-se de uma grande oportunidade para explorar uma das principais vantagens competitivas da FCL: nossa capacidade de trabalhar com um horizonte de tempo mais longo do que a maioria dos investidores, onde o mercado é especialmente menos eficiente.

A ironia é que, é a primeira vez que entramos a sério em um negócio cuja principal perspectiva está no futuro, e não dentro de nossa competência central de encontrar oportunidades de valor baratas, em empresas boas e estáveis. Isso aconteceu quando o mercado, demasiadamente mal humorado após exagero nas expectativas e algumas apostas erradas, começou a comportar-se além de cético, não acreditando no que já estava bem diante dos seus olhos.



## 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](http://www.fclcapital.com).

## Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

[felipe.marcondes@fclcapital.com](mailto:felipe.marcondes@fclcapital.com)

[info@fclcapital.com](mailto: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](http://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](http://www.comoinvestir.com.br))