

FCL*Capital*

Novembro 2013

www.fclcapital.com

Diferentes modelos de fluxo de caixa

Uma das abordagens que gostamos usar ao avaliar nossa carteira de investimentos é a de tratar o nosso fundo como se fosse uma grande empresa. Isso é útil ao longo do tempo, pois nos permite comparar não só as nossas empresas investidas com os seus pares, mas também o nosso próprio portfólio atual versus portfólios passados, a fim de responder a perguntas como:

- Será que ele possui mais ou menos caixa do que historicamente?
- É um portfólio mais barato ou mais caro de acordo com múltiplos como EV/EBITDA, P/E, relações de substituição e assim por diante?

Tratar nosso fundo como uma grande empresa ajuda nossa visão de longo prazo e ajuda a descobrir o quão confortável estamos para cumprir o nosso único objetivo, que é gerar bom retorno anual médio para os nossos investidores ao longo de grandes períodos de tempo.

Uma questão que alguns investidores têm levantado é relativa ao nível médio mais baixo de *dividend yield* de nossa carteira atual. Desde a nossa fundação em 2007, provavelmente devido à nossa estrutura de valor, o portfólio tendeu a manter um número significativo de ações que pagavam altos dividendos, embora este não seja um fim em si mesmo. É sempre importante lembrar que o que importa é o valor presente, e não a forma como o fluxo de caixa é pago aos acionistas, seja por meio de valorização do capital ou distribuição de lucros da empresa.

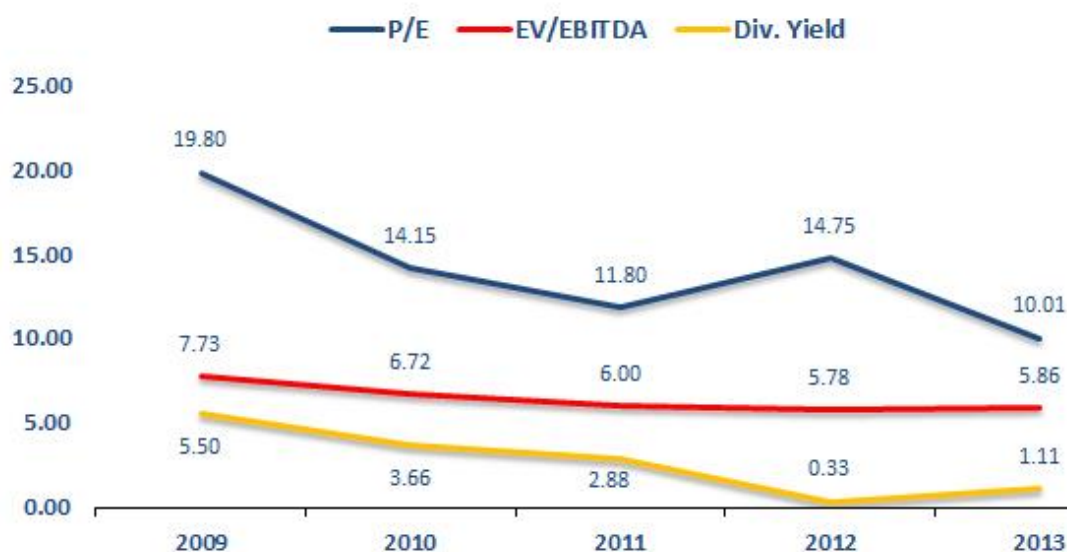
Dito isso, o nosso temperamento e estrutura historicamente nos manteve longe de projetos nos quais os investidores são exigidos a pagar adiantado por uma possível realização futura do potencial da empresa. Esta maneira de pensar pode ter nos impedido de desfrutar algumas oportunidades boas de investimento em que julgamos não ter um grau suficiente de conhecimento e vantagem competitiva para controlar a incerteza, mas também tem nos poupado de muitas surpresas desagradáveis.

Todas as outras variáveis constantes, no entanto, nós preferimos partilhar a valorização do capital de uma empresa em rápido crescimento, que ainda está em sua fase de expansão (e, portanto, não distribuindo lucros significativamente) do que comprar "vacas leiteiras" completamente maduras, onde sentimos que o mercado tende a ser mais eficiente uma vez que a margem de erros é menor.

Com este quadro em mente, fomos capazes de comprar ao longo dos anos alguns negócios aonde vimos grandes oportunidades de valor à frente, com *valuations* que faziam sentido para nós e ainda assim muitas vezes ainda desfrutando de rendimentos de dividendos significativos. Por alguns motivos que vamos explorar nesta carta, este não é mais o caso.

Enquanto estamos contentes de dizer que temos um alto nível de confiança em nosso portfólio atual, que combina um enorme potencial de crescimento com *valuations* baratos, se nossa estratégia funcionar, o fluxo de caixa será apropriado de uma forma totalmente diferente, com dividendos não sendo mais tão significativos como eram no passado. Em outras palavras, nosso portfólio detém atualmente, em nossa opinião, a mesma qualidade por preços baixos de sempre, mas com um rendimento via dividendos menor.

Portfólio FCL - Evolução dos Múltiplos



Dados de fechamento dos anos, com exceção de 2013, utilizando-se múltiplos "forward" e excluindo itens extraordinários, caixa e posições que representam menos de 5% da carteira do fundo.

Estamos sempre tentando aprender com os nossos erros, a fim de melhorar como investidores. Dito isso, a nossa abordagem realmente não mudou muito ao longo dos anos. Nós gostamos de investir em ideias com potencial de retornos assimétricos (não gostamos de investir em ideias onde se tudo der certo temos uma pequena recompensa), com *valuations* baratos e uma análise cuidadosa dos riscos associados ao investimento.

Uma particularidade de ser baseado no Brasil é que é mais fácil de detectar as ineficiências do mercado do que em mercados desenvolvidos. Como qualquer investidor em valor, quase que por definição, não concordo com a hipótese de "mercado eficiente", mas não há dúvida de que o mercado acionário brasileiro é muito menos eficiente do que, digamos, o mercado dos EUA.

Um bom exemplo disso vem de uma conferência que tive recentemente com um dos poucos analistas que tem cobertura aberta da Log-In Logística, um dos nossos investimentos. Enquanto eu me preparava para o *call* lendo os relatórios de pesquisa do analista, estava me preparando mentalmente para argumentar sobre como e por que discordava com a maioria dos seus pontos de vista e estava significativamente mais otimista sobre a empresa do que ele.

Quando a conferência finalmente começou, no entanto, ele confessou que o preço-alvo ainda não tinha sido alterado desde a saída do analista anterior responsável pela Log-In. Ele havia sido responsável pela cobertura da Log-In por "apenas alguns meses", segundo ele, e "não tinha particularmente olhado em profundidade" esta empresa.

Nós sempre tentamos explorar a vantagem competitiva que recebemos por focar em empresas com uma cobertura do *sell side* preguiçosa e/ou não interessada, enquanto tentamos ficar sempre longe de projetos e empresas amadas pelo mercado. Alguns negócios não são bem compreendidos e tem um tempo de retorno que o mercado, com seu foco curto-prazista em geral, sente ser muito longo e, portanto, não tem um incentivo para promover¹.

¹ Br Foods é provavelmente a empresa mais amada de hoje em dia entre gestores brasileiros e um bom exemplo de uma idéia de investimento em que não compartilhamos o mesmo otimismo do mercado.

Nós não somos investidores contrários porque é algo "cool". Nós usamos essa abordagem porque ela nos permite superar o mercado com menos recursos do que os nossos concorrentes maiores. E por mais que não acreditemos na distinção entre macro e micro (macro e micro são, no final, um só), sempre daremos ênfase no chamado micro.

Certa vez li uma tese muito bem estruturada defendendo um investimento *long* em paládio e *short* em platina, por exemplo. Tudo fazia sentido. O paládio é utilizado em catalisadores de conversão em carros que queimam gasolina (usados amplamente nos mercados em rápido crescimento da Ásia e da América), enquanto a platina é usada principalmente em motores a diesel (Europa), mas até na Europa muitas aplicações estão começando a usar o paládio. Logo, paládio em teoria está fadado, essencialmente, a ganhar *market share*. Além disso, os dados de oferta/demanda apontavam para uma forte oportunidade de *long/short*.

Nós nunca fomos adiante com essa operação, não só porque está muito longe da nossa principal competência e missão. Também devido a uma avaliação lógica da situação. Nós pensamos: "quantos caras certamente estão pesquisando neste exato momento sobre paládio e os preços da platina na frente de seus terminais Bloomberg em todo o mundo?". Milhares com certeza. Mas quantas pessoas realmente entendem a Log-In melhor do que nós, além dos *insiders*? Sem falsa modéstia, eu diria que muito poucas.

Dessa forma, nossos caminhos contrários nos levaram, no momento, a ter um portfólio extraordinariamente não pagador de dividendos. Todos nós sabemos que em momentos de euforia o mercado ama tudo, mas especialmente as histórias mais promissoras com as possibilidades de grandes retornos. Ao mesmo tempo, em períodos de elevada incerteza como o que vivemos atualmente, especialmente nos mercados emergentes, um alto desconto é aplicado aos fluxos de caixa mais voláteis e/ou mais distantes, mesmo com enormes valores presentes líquidos.

Em outras palavras, os mercados acionários mundiais estão, neste momento e a nosso ver, atribuindo um grande prêmio para qualquer ação que se comporta o mais próximo possível de um *bond*.



Fonte: The Economist (15 de Junho de 2013)

Como esta "bolha da qualidade" nasceu é um longo debate, mas nós achamos que existem duas razões principais:

1) É um mundo assustador com rendimentos baixos lá fora

A crise financeira de 2008 ainda está viva na mente de muitos investidores, por isso é natural supor que o apetite de risco pode não voltar rápido. Portanto, os investidores correram para qualquer coisa que gera rendimento, mas infelizmente os rendimentos de produtos de renda fixa estão em mínimas históricas.

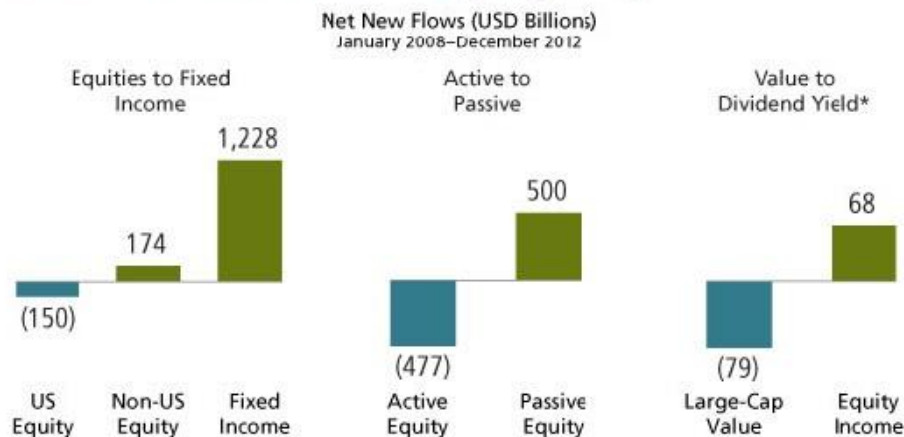
Uma consequência foi que qualquer investimento que parecia não ser correlacionado ao mercado de ações, como no mercado de arte ou fundos imobiliários, experimentou um enorme aumento na demanda por parte dos investidores. Além disso, uma vez que alguns desses investidores tinham de ter exposição aos mercados de ações devido ao seu regulamento, houve um desempenho claramente superior para qualquer ativo com duas características: não muito arriscado e gerador de *yield* que os títulos de renda fixa não poderiam gerar.

2) O mercado sempre teve e sempre terá modismos

Desde o "Nifty Fifty's" da década de 1960, até a "conglomerates mania" da década de 1970 e o boom tecnológico da década de 1990, os investidores provaram diversas vezes que são seres humanos com comportamento de manada. Depois de uma enorme crise, que no caso ainda está se desenrolando, é lógico supor que a próxima tendência será a de investir em empresas com balanços conservadores.

É importante dizer que existem muitas coisas boas sobre o investimento em empresas conservadoras, nós nunca investimos em empresas demasiadamente alavancadas e/ou *distressed*. Mas a partir um determinado preço, investimentos em empresas conservadoras começam a se tornar investimentos agressivos devido ao *valuation* que alguns investidores estão pagando. Achamos que esse nível pode estar se aproximando.

Investment Flows Have Reflected Lingering Anxiety



As of December 31, 2012

Historical analysis does not guarantee future results.

Includes US-domiciled mutual funds and ETFs; excludes closed-end funds, sector and specialty equity funds.

*Based on Lipper categories; large cap value includes US, international and global large cap value;

equity income includes US, international and global equity income.

Source: Lipper, Strategic Insight and AllianceBernstein

Fonte: Institutional Investor Magazine.

Deep Value Protects Against Rising Bond Yields



As of March 31, 2013

*Using the hedged returns in USD based on the Bernstein global large-cap universe of stocks, sorted monthly by price to book value and beta, measuring the difference in returns between the cheapest quintile of stocks (Q1) and universe average and the lowest beta and universe average from January 1, 1971, to February 28, 2013.

Source: Barclays, Bloomberg, Center for Research in Security Prices, MSCI and AllianceBernstein

Fonte: Institutional Investor Magazine.

Além disso, não vamos esquecer, a qualidade pode significar coisas diferentes para diferentes investidores. E um alto rendimento de dividendos não é em si um selo de alta qualidade

Se a história serve de guia, classes de empresas que estavam na moda, sejam elas conglomerados de 1970, ações de tecnologia dos anos 90 ou empresas que pagam bons dividendos agora, podem decepcionar no futuro, quando os *valuations* são ajustados e novas modas surgem para tomar o lugar das antigas.

Como qualquer distorção no mercado, os fundamentos geralmente revertem para a média e os preços eventualmente convergem para os fundamentos. Nós acreditamos que, enquanto algum pessimismo é justificado, (e ainda nos concentrando no micro em vez do macro onde não temos uma vantagem competitiva), o nosso *call* é que o pessimismo dos investidores com relação aos mercados de ações em geral, e os mercados de ações emergentes em particular, pode ter ido longe demais. Houve uma reavaliação completa de como os investidores pensam sobre retornos, uma redução de foco em estratégias de ações ativas e exageros evidentes quanto ao pessimismo sobre os retornos de capital de longo prazo.

Nos últimos anos, temos nos concentrado em empresas onde podemos ver oportunidades, temos um alto grau de compreensão e previsibilidade quando se trata de seus fluxos de caixa futuros, e, ao mesmo tempo pagamos um preço baixo. Muitos desses casos tem um período de retorno mais longo, com os fluxos de caixa ainda sendo investidos fortemente na consolidação (como é o caso da Minerva), expansão (Braskem), ou até mesmo quando o negócio ainda não atingiu a maturidade (Log In, Heringer).

Estamos muito felizes com o nosso portfólio e acho que compramos grandes empresas que gostaríamos de manter durante anos, se os preços continuarem atraentes. Em parte isso ocorreu devido ao desprezo que sofreram por não serem empresas pagadoras de altos dividendos.

O mercado é uma máquina de desconto. Às vezes ela quebra uma forma ou de outra, descontando muito ou pouco, dependendo das tendências, do medo, da ganância e vários outros fatores. Tentamos arbitrar e aproveitar as quebras temporárias na máquina de desconto de mercado.

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)