

FCL*Capital*

Março | 2014

Sete Anos de FCL Capital

Com o fim do primeiro trimestre de 2014, a FCL Capital celebra sete anos de vida. Primeiro como um clube de investimentos operando com capital próprio, e desde novembro de 2012 como um fundo de ações *long-biased*.

Durante este período, o Ibovespa experimentou grandes oscilações, mas terminou quase estável (menos de 10% de apreciação). Já nossas cotas, com uma volatilidade menor do que o índice, subiram mais de 160%, ou cerca de 15% ao ano.

Performance, FCL Capital vs Ibovespa			
Ano	FCL Capital	Ibovespa	FCL - Ibovespa
2007	20,4%	38,0%	-17,6%
2008	-39,10%	-41,20%	2,1%
2009	224,90%	82,66%	142,2%
2010	29,54%	1,04%	28,5%
2011	-23,70%	-18,11%	-5,6%
2012	24,90%	7,40%	17,5%
2013	3,37%	-15,50%	18,9%
Total	204,1%	11,3%	192,8%

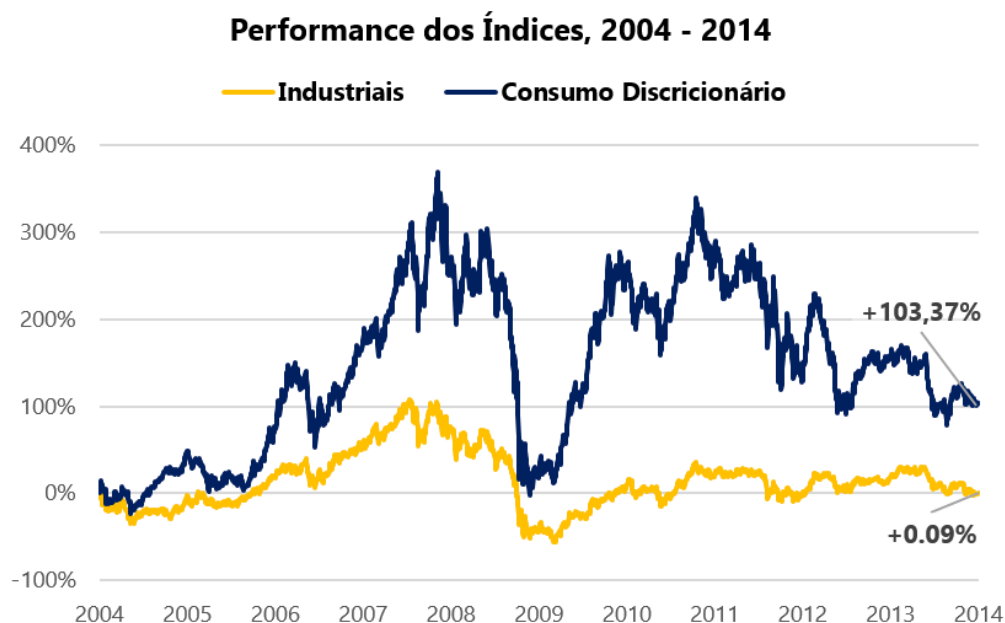
O escopo desta carta será discutir e analisar as razões por trás do nosso mau desempenho no primeiro trimestre de 2014 e as razões pelas quais isso é quase insignificante para os nossos investidores de longo prazo.

Antes de começarmos a explicar o nosso mau desempenho durante o primeiro trimestre, alguns lembretes habituais. Desempenho de curto prazo não é uma métrica importante para nós, e também não deveria ser importante para os nossos investidores. Costumamos ver quedas de preços das ações como boas oportunidades para adicionar ativos baratos em nosso portfólio. De forma geral, existem apenas três possíveis razões pelas quais mudaríamos nossas posições:

1. Outros investidores começam a aceitar e incorporar a nossa tese de investimento para uma empresa particular e o preço da ação converge para o nosso cenário previsto. Esse é o cenário “bom”. Então, podemos diminuir nossa participação com lucro se assim desejarmos;
2. Com o tempo, começamos a incorporar novas informações em nossa tese e nosso grau de confiança ou de margem de segurança começa a diminuir, por vezes sendo completamente destruído. Em alguns casos extremos, nossa tese pode se provar equivocada. Logo, saímos da posição com uma perda ou até mesmo com lucro se o mercado por algum motivo alheio sobe e leva o preço junto (não contamos com a sorte, mas ela acontece de vez em quando);
3. Nenhuma das duas hipóteses acontece, mas uma oportunidade ainda melhor de investimento aparece e acabamos querendo utilizar o dinheiro que está amarrado nessa nova oportunidade.

Poderia ser uma razão para a mudança na carteira caso haja um grau ainda maior de confiança no cenário de risco/recompensa ou na margem de segurança para a nova tese. Geralmente, nós mudamos marginalmente nossas posições em carteira, diminuindo um pouco a nossa exposição em ações que já subiram e aumentando em ações que têm tido desempenho insatisfatório, aumentando desta forma o nossa alta potencial.

Nenhum dos eventos acima mencionados ocorreu durante o primeiro trimestre. O nosso volume de negócios foi praticamente inexistente. Com exceção de ajustes muito pequenos no portfólio, nossas participações permaneceram como estavam e não ocorreram grandes eventos impactando nossas empresas investidas.



O índice de Consumo Discricionário disparou nos Últimos 10 anos.

Nada estrutural mudou realmente, mas, por razões que vamos discutir adiante, a eminente crise energética brasileira tem prejudicado o nosso portfólio de forma particularmente acentuada, sendo essa a principal questão responsável pelo nosso fraco desempenho neste trimestre.

A partir de meados de 2011, começamos a formular a seguinte visão do mercado:

Uma série de ações governamentais, algumas delas conscientes e algumas delas subprodutos despercebidos, deslocaram a economia brasileira para um modelo calcado no consumo e com falta de investimentos e competitividade. O oposto do que ocorreu na China.

O país passou por uma série de decisões por parte do governo que favoreceram trabalho em detrimento ao capital e consumo no lugar da produção, resultando em uma taxa de câmbio claramente valorizada demais, acesso fácil a crédito, ganhos reais no salário mínimo, desemprego muito baixo e por aí vai.

O mercado, como todos sabemos, se move em ciclos. De 2002-2007 as estrelas eram os industriais e exportadores, em razão do crescimento econômico mundial e ascensão da China. De 2007-2012, porém, os poucos *outperformers* foram em sua maioria empresas nacionais voltadas para o consumo pessoal brasileiro, como varejistas, prestadores de serviços ao consumidor e o setor de educação.

A nossa casa tem a visão contrária de que as estrelas do próximo ciclo serão novamente exportadores e industriais em oposição a empresas com base em consumo pessoal. Em nossa visão, os dois grandes fatores prejudicando o mercado de ações brasileiro são: uma taxa de desemprego muito baixa contraindo as margens, e uma taxa de câmbio terrivelmente sobrevalorizada, o que é especialmente doloroso para setores de *tradeables*. Vimos claramente as margens de quase todos os setores de *tradeables* sendo comprimidas, sendo agricultura a única exceção.

Estes dois problemas estão sendo tratados. A nossa taxa de câmbio depreciou significativamente e provavelmente continuará nesse movimento para o longo prazo. Adicionalmente, os analistas ainda tem que se decidir quanto as suas preocupações contraditórias: ou optam por acreditar que crescimento de 1,5% será a nova norma para o Brasil - e nesse caso, ano a ano, os aumentos de custos de mão de obra terão que desacelerar - ou que o Brasil vai crescer mais rápido do que esse limiar e manter uma taxa de desemprego baixa.

De uma forma ou de outra, parece muito claro para nós que as oportunidades significativas estão novamente em bens tradeable exportadores e não onde a maioria dos investidores está olhando: consumo e educação.

Utilizamos este espaço antes para falar sobre o que chamamos de “bolha de qualidade”, algo que julgamos estar acontecendo no mercado brasileiro, mas em nossa opinião, pode-se também observar um novo fenômeno ocorrendo:

Dada a dinâmica das taxas de juro crescentes, taxas de câmbio depreciando e de um modelo econômico que parece estar alcançando seus limites, o bom desempenho das chamadas empresas de consumo com “qualidade” é muito frágil. Achamos que os ganhadores vão tirar proveito desta nova dinâmica na economia brasileira.

Em resumo, esta é a nossa avaliação resumida sobre alguns setores no momento:

Visão Setorial	
Setor	Opinião
Exportadores & Industriais	Muito otimistas. Sempre há uma defasagem de tempo, mas uma taxa de câmbio desvalorizando e um mercado de trabalho mais fraco devem começar a beneficiar suas margens.
Construtoras & Incorporadoras	Otimistas. O mercado sempre parece interpretar esse setor de forma muito bipolar. O preço atual da maioria dos papéis está muito barato.
Consumo Doméstico	Pessimistas. Consumo familiar, alavancagem e dependência de crédito parecem ter atingido o seu limite natural.
Educação	Muito pessimistas. Parece ser o único setor onde os insiders estão felizes. Levantou-se muito dinheiro em Bolsa, sobretudo através de ofertas secundárias. Somos sempre céticos em relação à projeções muito agressivas de crescimento à longo prazo.

Com este quadro em mente, entramos em 2014 muito felizes com a nossa carteira. E a consequência natural de se ter um portfólio concentrado no setor industrial e exportadores (Braskem, Gerdau, Minerva) é que um choque imprevisto de restrição energética terá um impacto maior do que, digamos, em varejistas ou empresas de educação.

Portanto, o nosso portfólio teve uma performance significativamente inferior por causa da nossa concentração em usuários de energia pesados.¹

No geral, a eventual crise energética não alterou em nada a nossa avaliação geral, pelas seguintes razões:

- Nada estrutural realmente mudou. Mesmo se houver racionamento de energia, estamos falando de um único ano. Logo, nossas projeções da mesma forma devem se ajustar para um único ano. Adicionalmente, nossas teses não são frágeis de forma que um pequeno revés as altere.
- Com toda a honestidade, julgamos ter, talvez, o melhor portfólio que já tivemos. As nossas margens de segurança e convicção nunca foram tão altas;
- Fizemos diversos cálculos e desenterramos os relatórios financeiros de 2001 (última crise energética do Brasil) e, mesmo naquele ano, o estrago não foi tão grande. Realmente achamos que os investidores estão exagerando. Eles já estavam nervosos e por isso este novo fator está apenas sendo usado como uma nova justificativa para vender.

Ambas Minerva e Gerdau têm cerca de 4% dos seus custos totais relacionados à consumo de energia (entre os mais altos do mercado

¹ E também a ausência de empresas estatais em nosso portfólio, algo que ainda julgamos correto, mas que nos privou de uma valorização devido às recentes quedas nos índices de aprovação do governo.

brasileiro) e Braskem tem custos de energia em torno de 2,3% dos seus custos totais, assim sendo, uma análise rápida pode assustar os investidores quanto às participações da nossa carteira.

De acordo com a nossa análise, porém, muitos fatos também mitigam essa dependência aparente, como segue abaixo:

1. As três empresas têm um plano razoável e simples para lidar com a situação, mesmo que ela piore;
2. Todas as suas necessidades de energia para este ano já estão contratadas;
3. A Gerdau, em particular, tem um programa de geração própria considerado de ponta;
4. Todas essas empresas têm experiência com esse cenário, por ter tido que lidar com o racionamento de energia em 2001;
5. O aumento dos preços e diminuição de volume deve ser menos radical do que muitos investidores temem (como foi em 2001) e os preços das ações já estão mais do que descontados para este cenário.

É sempre um momento curioso para um gestor quando suas convicções e suas teses estão marchando para frente, enquanto o mercado e os seus preços parecem estar caminhando para o outro lado. O que fazemos é manter nossa disciplina. Não praticamos a negação aqui. No passado, fomos rápidos para admitir que nossa tese estava errada, mas, neste caso, realmente sentimos que o história de 2014 ainda está para ser contada.

Nós não sabemos que tipo de ano este será. Terminamos o primeiro trimestre insatisfeitos com o nosso desempenho - ninguém gosta de *underperformance* e a FCL raramente esteve nesta posição nos últimos sete anos² - mas tivemos um aumento da convicção em nossas posições e no potencial do nosso portfólio. Comprar na baixa e vender na alta é o bilhete para *outperformance* no mercado de ações. Todo mundo sabe disso, mas poucos agem de acordo com essa regra. Para a maioria das pessoas, é difícil ir contra o fluxo.

Fazemos o possível para que o nosso investidor médio não obtenha um retorno menor do que o do nosso próprio fundo, por isso tentamos ser proativos quanto a nossa avaliação dos mercados e quando pensamos que nossos investidores devem aumentar a exposição. Nos orgulhamos de ter lançado uma carta especial no auge da crise financeira de 2008 que se provou o melhor ponto de entrada da história do nosso fundo.

“Contrarianismo” é um conceito relevante na nossa avaliação de quando estamos *bullish* ou *bearish* em relação ao mercado de ações e empresas específicas, mas é também importante na tentativa de distinguir os sinais dos ruídos quando se trata do desempenho das empresas investidas.

Às vezes, apesar do preço das ações subir, começamos a perceber que estamos errados em uma tese. Outras vezes, como neste trimestre, o preço

² Apesar de que a única característica comum à 100% dos gestores que já outperformaram o mercado é: todos eles enfrentaram períodos longos e significantes de *underperformance*, algumas vezes durante anos.

Das nossas cotas e posições desempenham terrivelmente e ainda assim sentimos um maior conforto com nossas posições à preços mais baixos. Preferimos elas do que o CDI ou o Ibovespa neste momento.

Temos a sorte de ter uma base de investidores alinhada que entende o que estamos fazendo e que tem como objetivo retorno em um maior horizonte de tempo. Eles são parte da razão por trás de nosso desempenho superior no longo prazo. Agradecemos a eles pela parceria e paciência nos momentos adversos e realmente acreditamos que eles serão devidamente recompensados.

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)