

FCL*Capital*

Julho | 2014

Um portfólio para um mundo em mudança

Primeiro de tudo, vamos ser honestos: a tão falada nota do *research* do Santander, que explica aos clientes que o Ibovespa deve subir ou cair no curto prazo dependendo das avaliações de Dilma Rousseff (ou seja, o Ibovespa deve cair cada vez que Dilma sobe) não era nada mais do que a verdade óbvia: o mercado gostaria de ver a atual administração perder o seu emprego.

Por que é assim? Pedindo desculpas antecipadas por observações óbvias, o intervencionismo do governo, a mudança constante de regras, o desrespeito ao investimento privado e assim por diante levaram o mercado à conclusão de que quase qualquer administração seria melhor do que a atual.

Dito isso, não possuímos qualquer vantagem competitiva em saber o resultado das eleições brasileiras. Especular sobre o processo eleitoral e comprar, por exemplo, opções de Petrobras esperando a oposição ganhar estaria além do escopo do nosso mandato.

Não estamos negando que é possível que alguns investidores ganhem dinheiro desta forma. Estamos apenas afirmando que não temos conhecimento superior sobre o processo eleitoral e, portanto, operar dessa forma não agregaria valor para nossos investidores. O que temos feito no último ano é exatamente o que fazemos em todos os anos, a construção de um portfólio de empresas que:

- a) Sejam razoavelmente previsíveis;
- b) Sejam mal interpretadas ou negligenciadas pelo mercado;
- c) Tenham um preço atrativo;
- d) Tenham boas *opcionais*¹ ainda não devidamente precificadas pelo mercado;
- e) Estejam bem posicionadas para suportar uma eventual desvalorização da moeda brasileira e talvez sejam capazes de lucrar com isso.

Parece uma tarefa difícil, mas o fato é que a atual incerteza e foco no curto prazo formam precisamente o tipo de cenário que normalmente nos permite construir um portfólio como este. Portanto, o caixa do

¹ Possíveis eventos e desenvolvimentos que poderiam afetar dramaticamente a situação da empresa. Tais eventos não estão, em nossa opinião, sendo adequadamente precificados pelo mercado.

nosso fundo tem diminuído no último ano, de cerca de 10% do nosso AUM para menos de 4% à medida que escrevemos esta carta.

Vamos rever o nosso portfólio, tendo em mente a busca por essas cinco características:

a) Razoavelmente previsível e bem posicionada para suportar uma economia brasileira e global relativamente lentas.

Nossa primeira busca é por empresas razoavelmente previsíveis. Isso não significa evitar empresas cíclicas. Isso significa que estamos à procura de empresas que não dependem muito de um evento ou resultado específico e não são muito expostas a um possível evento negativo.

É por isso que não estamos comprando ações, por exemplo, da Petrobras. Elas dependem de um único evento positivo específico (derrota da Dilma em outubro) para o seu bom desempenho, e até mesmo se isso acontecer, não há nenhuma garantia de que tal desempenho será sustentável no longo prazo.

Olhando para o nosso portfólio, parece que estamos passando nesse teste. A maioria das nossas empresas tem boa parte das suas receitas em dólares ou outras moedas fortes, o que significa que em um possível choque econômico e consequente desvalorização, seriam capazes de manter o seu poder aquisitivo relativamente estável.

Além disso, as empresas cíclicas da carteira (Braskem e Gerdau) não são muito dependentes de uma melhora econômica do Brasil. Gerdau depende basicamente de um retorno à lucratividade das operações nos Estados Unidos e a Braskem do início das operações de seu projeto mexicano.

Em geral, as outras empresas nas quais estamos investidos são agnósticas quanto ao ciclo eleitoral e também tem um baixo índice de dependência da atividade econômica no Brasil. Não estamos afirmando que elas não iriam se beneficiar de uma melhora econômica, mas são claramente menos expostas do que, digamos, o varejista médio.

Essas empresas são fornecedores de bens essenciais e inelásticos (como a Minerva), fornecedores de serviços para o governo (como a Direcional), empresas que se beneficiariam com a desvalorização do

Real (como Braskem e Gerdau) ou teses que são tão específicas que a situação econômica geral é quase irrelevante para elas (Log In e Heringer).

b) Mal interpretadas ou negligenciadas pelo mercado.

Frequentemente quando buscamos potenciais investimentos, olhamos para empresas que são equivocadamente colocadas em um grupo de empresas do qual elas não deveriam pertencer, e situações onde o mercado superestima um possível risco ou subestima uma possível opção favorável (os contrários também podem ser o caso quando se olha para boas oportunidades *short*).

Em nossa opinião, a Direcional é um bom exemplo. Ela é erradamente comparada com outras empresas do setor imobiliário e de construção. A maioria da sua operação deriva do projeto governamental Minha Casa Minha Vida, que não enfrenta qualquer das questões e riscos que outras construtoras enfrentam: como inadimplência dos clientes ou o ciclo de construção de longo prazo.

Direcional é mais bem compreendida quando vista como uma empresa de serviços. Ela é contratada para construir projetos e, portanto, tem riscos e vantagens competitivas completamente diferentes das empresas imobiliárias regulares.

Outro exemplo é a Fertilizantes Heringer, que é vista, injustamente em nossa opinião, como uma empresa que agrega pouco ou nenhum valor para a cadeia de valor de fertilizantes, tendo múltiplos muito baixos, como resultado. Os *insiders* e *players* do setor têm uma visão completamente diferente, e um deles deu à empresa uma avaliação mais de quatro vezes o seu atual valor de mercado, como mostramos em nossa última carta mensal.

c) Com um preço atrativo.

Preço / Lucro Estimado para 2015	
Braskem	8,18
BTG	7,39
Direcional	4,68
Gerdau Metalúrgica	10,77
Fertilizantes Heringer	6,27
Log-In Logística	10,66
Minerva	8,26
Outras	5,16
Média ponderada FCL Equities	8.19
Ibovespa	10,79

Fonte: Bloomberg.

d) Contêm boas *opcionalidades* ainda não devidamente precificadas pelo mercado.

Como nossos investidores sabem, a Minerva tem sido há um tempo a maior posição do nosso fundo. Esta posição, em particular, ilustra muito bem o item "d", pois a empresa tem uma série de *opcionalidades* que dão cor à nossa tese e oferecem, em nossa opinião, uma situação de risco/retorno excepcional.

Uma série de análises, em todo o mundo, tem mostrado de forma consistente que quando a renda das pessoas sobe, alguns produtos como o arroz sofrem uma diminuição no consumo. Isso se dá devido à substituição por outros bens.

Por outro lado, o consumo de outros bens experimenta um enorme aumento. Um exemplo positivo é a carne bovina, que é extremamente sensível ao crescimento da renda e urbanização. E como já dissemos antes, vemos um crescimento da renda nos mercados emergentes.

É interessante notar que, nos últimos dois anos, Hong Kong, que é frequentemente utilizado como um entreposto de comércio para a China continental, apareceu quase que do nada para substituir a Rússia como principal importador de carne do Brasil de acordo com dados da ABIEC.

Esse ano, algo que não estávamos esperando aconteceu: a China continental aprovou o Brasil como fornecedor oficial de carne bovina, o que pode ser particularmente lucrativo depois da crise no

fornecimento de carnes para cadeias de *fast food* na China e da insegurança do consumo de alimentos que a China está enfrentando de acordo com vários relatórios recentes da mídia.

Acreditamos que com a atual mudança de dinâmica na China - menos ênfase no investimento e infraestrutura e mais no consumo pessoal e crescimento da renda -, os vencedores globais da próxima década não serão mais empresas como a Vale ou a Rio Tinto, mas empresas como a Minerva, que fornece bens que serão mais demandados devido a uma população urbana e mais rica.

Há também o fato de que o Brasil vem ganhando participação no mercado global de carne bovina, devido a vantagens competitivas naturais do país como escala e a ausência de problemas climáticos, como as secas atualmente experimentadas pelos EUA e Austrália, dentro outros.

Finalmente, a dinâmica interna da indústria também é favorável: Minerva é o produtor mais eficiente de carne no mercado mais eficiente, também ganhando participação entre os produtores e exportadores brasileiros.

Há uma cadeia de *opcionalidades* positivas a um preço baixo e riscos limitados. Tudo pode dar certo, mas mesmo se isso não acontecer, vemos diversos fatores ainda não adequadamente precificados pelo mercado, uma vez que isso não vai acontecer antes da eleição ou nos próximos 12 meses. Estamos nos aproveitando também do foco no curto prazo atual do mercado de ações brasileiro.

Nossas outras investidas também têm *opcionalidades* positivas que não achamos que o mercado está precificando adequadamente, como o retorno à lucratividade normal nas operações dos EUA no caso da Gerdau, um possível comprador estratégico no caso da Heringer, uma mudança na matriz de transporte brasileira no caso Log In e o projeto de gás de xisto mexicano no caso da Braskem. Minerva é a nossa maior posição porque acreditamos que entendemos suas *opcionalidades* positivas e somos capazes de acessar os riscos um pouco melhor do que na maioria dos casos.

E sobre as *opcionalidades* negativas? Afinal de contas, o mundo não muda apenas de maneira positiva. Várias tendências podem afetar os negócios de forma negativa. Um exemplo vem das recentes mudanças de estilo de vida, com um número crescente de pessoas

em locais afluentes dos EUA e da Europa tornando-se vegetarianos e mudando seus hábitos para uma dieta saudável, o que em teoria impacta negativamente a Minerva.

Nossa resposta a esta questão continua a mesma: as pessoas tendem a pensar muito no ápice do espectro financeiro. Para cada americano ou europeu que parar de consumir carne nas próximas uma ou duas décadas, pelo menos dez pessoas em mercados emergentes estarão tomando seu lugar. Partindo de uma dieta simples para uma dieta mais pesada em carne bovina. A maioria das pessoas no planeta está simplesmente vários degraus abaixo no processo.

e) Bem posicionada para suportar uma eventual desvalorização da moeda brasileira e talvez lucrar com isso.

Nossas três maiores posições - Minerva, Braskem e Gerdau - teriam lucros assimétricos com uma desvalorização do Real, e seus EBITDAs cresceriam muito mais em termos percentuais do que a variação do Real. Afinal, suas receitas são majoritariamente em dólares e seus custos em Reais. Isso significa também que em tempos de aversão ao risco nossa carteira deve se comportar melhor que a maioria, uma vez que desvalorizações cambiais muitas vezes acontecem nestes momentos.

Nosso portfólio foi chamado por um investidor de “pró-Dilma” e os fatos acima mencionados são a razão: se existir outra fuga de capitais relevante, temos empresas que lucrariam com a queda do real. Como dissemos antes, uma das belezas de se investir em ações é que você pode ter qualquer tipo de aposta, estratégia ou opinião, desde que você escolha as empresas certas, com o enquadramento adequado.

Não está no escopo do nosso mandato fazer grandes *calls macro*, mas mesmo do ponto de vista *micro*, acreditamos que as empresas capazes de manter seu poder aquisitivo funcionam como um seguro para os nossos investidores. Tememos que os investidores no Brasil que procuram o conforto do CDI ou outros títulos de renda fixa se arriscam a ter um poder de compra diminuído, pelo menos em termos de dólares, ao longo dos próximos anos.

Voltando ao item “a)”, a previsibilidade, estamos felizes em dizer que todas as nossas teses devem se manter quase inalteradas depois da eleição, não importa quem vença. Em nossa opinião, o melhor que podemos fazer por nossos investidores é posicionar o nosso fundo de

uma forma agnóstica em relação ao calendário eleitoral. Claro, sabemos que se Dilma ganhar devemos performar muito bem em termos relativos (melhor do que a maioria), mas não tão bem em termos absolutos.

Em caso de derrota da Dilma, o contrário pode ser verdade, mas a coisa mais importante: qualquer que seja o resultado, ainda podemos marcar estes cinco itens para cada uma das nossas empresas e estamos confortáveis as segurando. É necessário se ter disciplina e paciência para não especular com a incerteza e as possibilidades atuais que os resultados eleitorais trazem para o Brasil, mas, a longo prazo, acho que nossos investidores estão melhores servidos por esta abordagem.