

FCL*Capital*

Maio | 2015

Na FCL Capital, uma de nossas crenças como investidores de valor é a de jogar um jogo onde nossas chances de vencer são favoráveis. Isso significa basicamente escolher ações que acreditamos que irão ter desempenho superior ao mercado. De qualquer forma, o primeiro passo é escolher o mercado onde o jogo nos favorece. Como nossos investidores sabem, essa casa concentrou-se, ao longo dos anos, muito mais nos aspectos micro ao invés de macro.

É fácil entender o porquê: quando selecionamos um papel como, por exemplo, Minerva ou Log-In, estamos falando de empresas específicas do Brasil (um mercado que não é tão concorrido em primeiro lugar) que são particularmente negligenciadas e com pouca cobertura de analistas e investidores.

Isso não significa que necessariamente empresas desconhecidas e com pouca cobertura são investimentos superiores. Mas definitivamente é verdade que, tudo mais constante, é mais fácil encontrar assimetrias e oportunidades únicas em empresas como essas quando comparadas à investimentos em câmbio ou commodities, por exemplo, onde o mundo todo tem praticamente o mesmo nível de acesso à informação e insights.

Ao longo dos anos, nosso esforço foi dedicado a cantos escondidos do mercado e suas avenidas menos óbvias, e esse continuará sendo o caso. O tema desta carta será sobre um investimento nosso que é o exato oposto de tudo que falamos – Apple Inc.

A Apple é uma das empresas mais conhecidas e amadas (pelos clientes e investidores) já criadas na história. Infelizmente, isso também implica que investir na Apple, como fizemos, mostra uma grande falta de humildade: como podemos nós, uma pequena casa de investimento do Rio de Janeiro, encontrar algo único sobre a empresa que todo o resto do mundo ainda não encontrou?

Não seria nosso tempo melhor investido procurando por empresas pequenas e subvalorizadas no mercado brasileiro, que não tem relatórios em inglês, que não são conhecidas pelo resto do mundo e, portanto, mais prováveis de ter um segredo que poderíamos

plausivelmente descobrir antes de nossos concorrentes? Todas essas são questões válidas, e tentaremos responder elas ao longo dessa carta.

Quando analisamos a Apple, o iPhone é provavelmente um bom ponto de partida. Nos últimos seis meses as vendas do iPhone representaram mais de dois terços da receita da empresa.

Isso com certeza pode ser visto como algo ruim, se estivermos temerosos da falta de diversidade das receitas e do risco de dependência de apenas um produto, ou visto como algo bom, se acreditarmos que as vendas de iPhone irão continuar a crescer ao redor do mundo.

Sem dúvida, as vendas de iPhone foram ajudadas pelo novo modelo do iPhone 6, com uma tela maior, que se aproveita da nova tendência dos usuários de smartphone em preferir os chamados “phablets”, mistura de smartphone e tablet.

A China merece menção – ao contrário de empresas como Google e Facebook, que são banidas no país, a Apple fez história no trimestre corrente quando suas vendas na China superaram as vendas nos Estados Unidos pela primeira vez. Ano contra ano, as vendas de iPhone na China subiram mais de 70%, impulsionadas pelo iPhone 6.

Apple – Receita por segmento (US\$ Milhões)			
	6M 2015	6M 2014	Varição
Americas	51.882	42.771	21%
Europa	29.418	25.276	16%
China	32.967	19.331	71%
Japão	8.905	9.092	(2%)
Asia Pacífico	9.437	6.770	39%
Total	132.609	103.240	28%

Apple – Receita por produto (Milhares)			
	6M 2015	6M 2014	Varição
iPhone	91.464	58.562	56%
iPad	14.413	19.078	(24%)
Mac	12.559	11.914	5%
Serviços	9.795	8.970	9%
Outros	4.378	4.716	(7%)
Total	132.609	103.240	28%

A boa notícia é que vemos a dependência no iPhone como algo positivo. De forma geral, a empresa tem três grandes avenidas de crescimento:

1) Smartphones, que ainda são um mercado em rápida expansão, crescendo consistentemente no mundo todo;

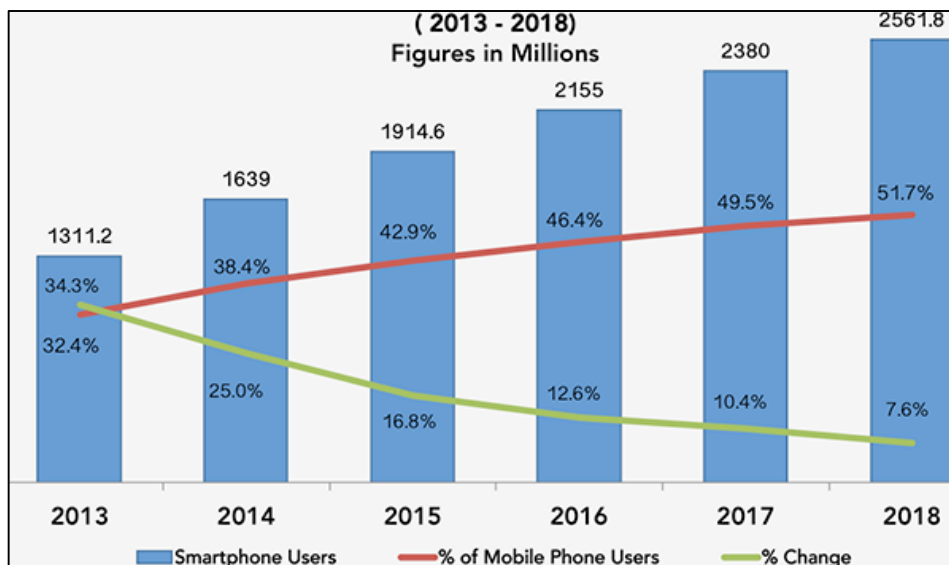
2) A Apple pode aumentar sua participação no market share de smartphones;

3) Novos produtos diferenciados poderão ser lançados.

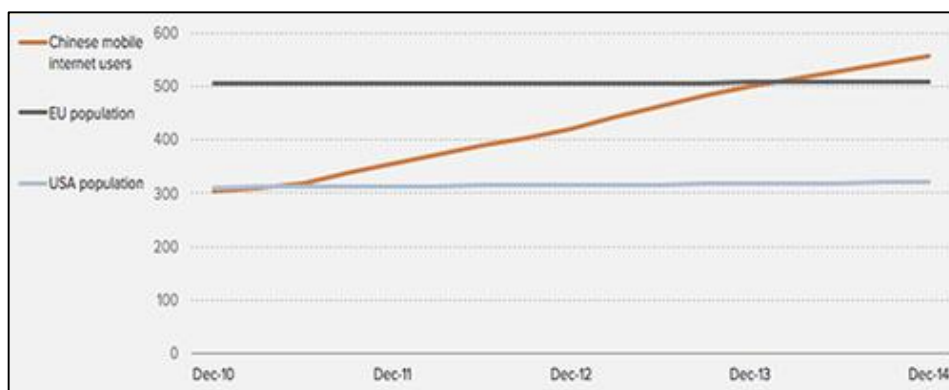
Começaremos com o mercado de smartphone. Quando o King Gillette fundou sua empresa no século 19, ele viajou pelo mundo e comentou, notoriamente, que em todas as culturas o uso de lâminas de barbear era provavelmente o único hábito em comum.

Se King Gillette estivesse vivo hoje em dia, ele com certeza notaria que um consenso global, capaz de unir chineses, americanos, brasileiros, e europeus é o amor pelo smartphone.

De fato, frequentemente nota-se que milhões de consumidores africanos possivelmente vão aprender a usar a internet sem nunca ter feito isso de computadores caseiros. A internet, para eles, começará e sempre estará relacionada aos smartphones.



O tamanho potencial do mercado e as possibilidades são imensuráveis. Ainda existem bilhões de consumidores que irão comprar seus primeiros smartphones. E ainda existe mais nessa história – tanto quanto pela falta de recursos quanto pela curva de aprendizado normal, muitos usuários já compraram seu primeiro smartphone, mas ainda virão a comprar o melhor smartphone.



A população de usuários de smartphone na China já ultrapassa toda população dos EUA ou da Europa inteira.

Nos últimos anos, smartphones usando o Android como sistema operacional lideraram os volumes de venda, em especial os aparelhos Samsung e em menor escala os Xiaomi.

Apesar das vendas de iPhone (e, portanto, do iOS, sistema operacional da Apple) terem sido menores que os do Android, a imprensa especializada especula com boas razões que as margens do iPhone são tão altas que a Apple lucra mais com smartphones que todas as outras empresas do mundo combinadas.

Devido a lealdade à marca e a devoção de seus consumidores, o iPhone pode ser considerado o smartphone mais desejado do mundo. Então uma pergunta multibilionária, ou talvez trilionária, surge: como irá evoluir o market share de smartphones?

Vendas de Smartphone por Fabricante (Milhares)		
Empresa	Unidades em 2014	Participação (%) em 2014
Samsung	307,597	24.7
Apple	191,426	15.4
Lenovo/Motorola	81,416	6.5
Huawei	68,081	5.5
LG Electronics	57,661	4.6
Others	538,710	43.3
Total	1,244,890	100.0

Fonte: Gartner

Não faremos grandes apostas sobre isso. Obviamente, temos o mesmo nível de informação sobre o mercado de smartphone que qualquer outra pessoa. Ainda assim, acreditamos que o recente lançamento do iPhone 6 provou que a Apple está em uma situação única, uma empresa posicionada num mercado global e de rápido crescimento, com capacidade de ganhar maior market share, enquanto gera níveis absurdos de caixa.

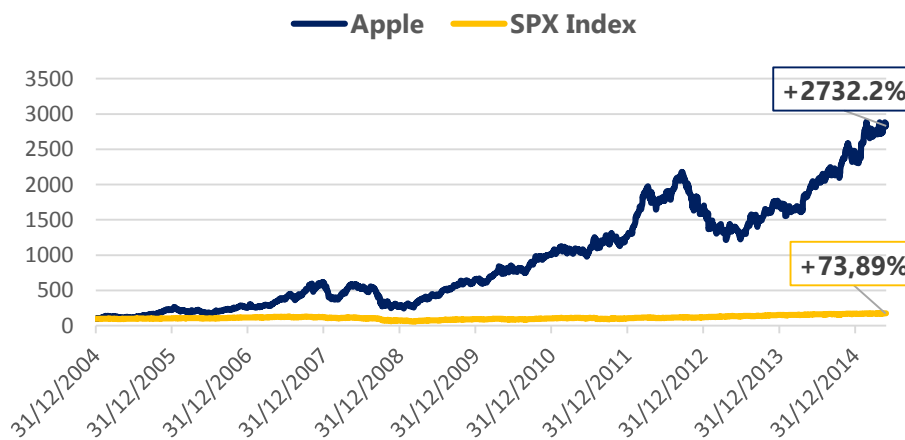
De certa forma, a empresa pública de maior valor de mercado no mundo todo também pode ser considerada uma aposta em China. Sem dúvida o futuro está nos mercados emergentes e na China em particular, apesar dos 20% de crescimento ano contra ano nas Américas também representarem um número muito respeitável.

O ponto, portanto, é: bilhões de consumidores irão comprar seu primeiro smartphone nos próximos anos ou irão obter um upgrade de seus Androids ou Xiaomis para um iPhone.

Considerando a Apple uma das melhores empresas do planeta, com impressionantes margens, quantidades incríveis de caixa e valor de marca incalculável, o certo seria que sua valuation fosse muito cara, certo?

Na verdade, não. O preço relativamente barato da Apple nos últimos anos, combinado com alto crescimento e altas margens é um dos mistérios mais desconcertantes do mercado financeiro global.

Apple vs SPX Index - Performance 2005-2015



Apple – Tabela de Múltiplos	
Preço / Lucro	14.03
EV / EBITDA	7.38
EV / Cash Flow	7.67
Preço / FCF	11.39
Margem EBITDA %	34.4

Porque uma empresa tão incrível, que cresce tanto, é tão barata? Ninguém parece saber. Carl Icahan, um dos mais famosos investidores de Wall Street, que tem uma expressiva participação na empresa, insiste que o mercado não “compreende” a Apple.

Buscamos todas as possíveis explicações que pudemos e existem três que parecem ser plausíveis em explicar o preço descontado da Apple:

- 1) A Lei dos Grandes Números;**
- 2) Reversão à Média;**
- 3) Limites de Exposição e Concentração.**

Vamos falar sobre cada um deles.

1) Lei dos Grandes Números

A primeira razão para essa anomalia – porque a empresa que mais cresce no mundo está negociada a múltiplos tão baixos – tem relação com a Lei dos Grandes Números.

Empresas pequenas em média crescem mais rápido que as grandes, e não é difícil entender o porquê. Se sua empresa vale um bilhão de dólares, você dobra de tamanho adicionando outro bilhão. Se você é a Apple, você só dobra de tamanho se adicionar uma Bovespa inteira ao seu tamanho – com Ambev, Vale, Petrobras e tudo que tem direito – ao seu valor de mercado.

Em outras palavras, o problema da Apple pode ter a ver não com a atratividade da sua marca ou a demanda pelos seus produtos, mas os limites físicos de seu crescimento. Às vezes, seus fornecedores, em particular a Foxconn de Taiwan, simplesmente não conseguem produzir a quantidade necessária de componentes para suprir a necessidade imensa que a Apple precisa. A Apple sozinha consegue afetar o mercado inteiro de componentes utilizados no iPhone.

De alguma forma, parece quase certo que devido ao seu tamanho imenso, a empresa não pode crescer tão rápido como tem crescido.

Mas sem dúvida, a Apple, colocando-se de forma sucinta, é simplesmente a exceção da regra. Se é difícil para uma empresa grande crescer de forma acelerada, para a Apple, ela não só é a empresa mais valiosa do mundo como cresce mais rápido que quase qualquer outra do S&P 500.

2) Reversão à Média

Jeremy Grantham, fundador da GMO e autor intelectual da tese sobre “reversão à média”, acredita que ao longo do tempo, quase inevitavelmente, todas as empresas superando seus competidores caem e deixam a liderança para outros, até que esses novos líderes passam pelo mesmo processo e o ciclo continua para sempre.

Porque isso acontece? Segundo Grantham, “porque o capitalismo funciona”.

A Apple produz um dos produtos mais desejados do mundo. É a marca mais valiosa do mundo. Seu crescimento desafia as previsões e ela revolucionou diferentes setores da economia nos últimos 15 anos. Se existe uma empresa que sofreria com uma “reversão à média” seria essa.

Portanto, de acordo com essa linha de pensamento, a Apple deveria ser negociada à múltiplos baixos, como de fato ela está, porque é improvável que ela permaneça à frente de seus competidores por ainda mais tempo.

Muito pode ser argumentado em relação a isso. Acreditamos, e já investimos no passado, considerando essa teoria como parte de nossas teses¹. Dito isso, a reversão à média não é uma força permanente e instantânea.

¹ Como nossa aposta em ativos cíclicos ilíquidos durante a crise financeira, por exemplo.

Existem múltiplos casos onde um player simplesmente disparou na frente do resto. O PIB americano, por exemplo, chegou perto de ser 50% do PIB do mundo inteiro no final dos anos 60. A fortuna do empresário John Rockefeller, chegou a ser 1% do PIB do país na virada do século 20. Outro exemplo, pelo menos em nossas crenças, é o desempenho da Apple na última década.

3) Limites de Concentração e Exposição

Tendo discutido as razões físicas e competitivas, voltamos a nossa atenção à uma possível anomalia financeira que pode ter contribuído em manter os preços da Apple tão baixos. A Apple tem o dobro do valor de mercado da segunda maior empresa pública do mundo². Seu capital é tão enorme que nos leva a crer que uma bizarra anomalia de mercado pode estar ocorrendo: e se todos os gestores de fundos de ações do mundo que querem comprar ações da Apple o façam?

Obviamente, gestores são responsáveis pelos limites institucionais de suas firmas e pelo estatuto de seus produtos financeiros, com limites de concentração e muitas outras restrições. E se a Apple simplesmente se tornou grande demais para o mercado?

Todos sabem que a empresa é barata e de grande qualidade, mas todo gestor que potencialmente quer comprar suas ações, talvez já o tenha feito, respeitando os limites julgados prudentes. Alguns fundos permitirão seu gestor concentrar apenas 2% ou 3% do fundo em uma única posição. Então o problema deixa de ser uma questão de descoberta de preço, mas de uma única empresa ser tão grande que não existe mais tanto dinheiro fora da Apple para que suas ações continuem a se valorizar.

² Usamos a expressão "pública", porque é bem possível, apesar de ninguém saber ao certo, que a petrolífera estatal da Arábia Saudita seja ainda mais valiosa que a Apple.

Com certeza é um conceito intrigante, mas se olharmos para a história, frequentemente a empresa mais valiosa do mundo foi negociada à múltiplos baixos. A Microsoft, no auge da bolha financeira de tecnologia, é uma exceção óbvia e exatamente por isso ela era a empresa mais valiosa do mundo – as expectativas eram absurdamente altas, mas não seu valor intrínseco naquele período de tempo.

Em resumo, propomos que o valor de mercado gigantesco da Apple é uma razão por si só para a empresa ter múltiplos baixos. Os participantes do mercado têm recursos escassos, não existe poder de fogo no mundo para fazer a Apple ser negociada à altos múltiplos. Mas e no futuro?

Uma das jogadas mais brilhantes do mundo corporativo ocorreu quando Steve Jobs notou que smartphones poderiam ter milhares de MP3 e isso algum dia acabaria com o iPod. Ao invés de esperar o declínio inevitável, Jobs decidiu acabar com o mercado ele mesmo, criando a era do iPhone.

Hoje nós todos vivemos na era do smartphone e a Apple tem muitas opções se o recém lançado relógio acabar, pelo menos em parte, com o mercado de smartphones trazendo à tona uma nova categoria de produtos.

Além disso, é frequentemente citado pela mídia que até o final dessa década, a Apple pode entrar em duas grandes categorias de produtos: uma nova e revolucionaria televisão, que completaria sua fortaleza digital dentro da casa do consumidor, e finalmente, o produto que um executivo da empresa recentemente apelidou de “o acessório definitivo”, o carro.

Isso poderia ocorrer comprando uma empresa como a Tesla ou independentemente, já que a Apple tem 150 bilhões de dólares em caixa e isso representa recursos mais que suficientes para qualquer projeto.

Carl Icahan frequentemente argumenta que a Apple não é apenas uma empresa de smartphones, mas o mercado não compreende uma simples verdade – quanto mais compramos produtos da Apple, mais dependente ficamos de produtos da Apple. Nós sincronizamos nossas fotos e contatos em múltiplos dispositivos, compartilhamos com outras pessoas, fazemos compras, e dessa forma os incríveis produtos da empresa fazem cada vez mais parte de nossas vidas.

Concordamos em parte com ele. Podemos também afirmar que mesmo se considerarmos a Apple uma empresa de smartphone, seria uma empresa bem barata. Sem mencionar o fato que ela ainda teria muito a seu favor – a marca incrível, alguns dos empregados mais talentosos do mundo, opções muito baratas como o iWatch, Apple TV e talvez o Apple Car no futuro, totalmente de graça.

É uma coisa nada modesta investir na Apple, particularmente para gestores de uma casa situada em mercado emergente como a nossa. Ainda assim, é uma aposta que estamos mais do que dispostos a fazer.

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

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



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)