

FCL*Capital*

Relatório Anual | 2016

1. Performance

FCL Equities 2016

Ano de 2016 (U\$)	10.28%
Ano de 2016 (BRL)	-9.38%
Desde a Abertura do Fundo (22/11/2012) (BRL)	-24.89%
Desde a Abertura do Clube (03/04/2007) (BRL)	124.84%

2. Contexto Operacional

O desempenho da nossa partnership em 2016 pode ser exposto e visto de diferentes maneiras dependendo da perspectiva. A primeira vista, o ano de 2016 foi muito ruim, especialmente em termos relativos, já que o FCL Equities terminou o ano com queda de 9,38% em Reais contra um excelente desempenho de alta de 38,93% do Índice Bovespa.

O motivo deste resultado é muito simples: como declaramos em nossas cartas mensais de 2015, nós havíamos tomado uma decisão estratégica de aumentar progressivamente nossa exposição à ativos e empresas internacionais. Esta estratégia funcionou brilhantemente em 2015, quando em meio à desvalorização da moeda brasileira conseguimos apresentar desempenho em Real acima de nossos concorrentes. O inverso ocorreu em 2016: com a apreciação do Real, nossas posições em exportadores brasileiros e empresas internacionais apresentaram desvalorização de preços.

O interessante é que isso aconteceu mesmo com o fato de que nós previmos corretamente que a moeda brasileira ganharia valor em nosso relatório anual de 2015:

Passagens do nosso Relatório Anual de 2015:

“Argumentamos por muito tempo que o valor verdadeiro do real brasileiro deveria ser algo em torno de R\$ 3.40 ou R\$ 3.50 por dólar americano. O interessante é que ainda temos essa convicção, apesar do real ter ido de mais ou menos R\$ 2.50 por dólar até R\$ 4.00 durante esse período. Portanto, fomos de muito pessimistas (contra o consenso) sobre o real brasileiro, para cautelosamente otimistas (mais uma vez muito contra o consenso).”

-----//-----

“As razões pelas quais o caixa teve um aumento significativo no ano de 2015 são:

Nossa falta de confiança em ativos brasileiros, ao mesmo tempo que atingimos o nível máximo de investimento exterior permitido pelo nosso estatuto; Nossa dificuldade em encontrar ativos bons e baratos no Mercado brasileiro que julgamos atrativos o suficiente para justificar o risco, dadas as dificuldades econômicas e políticas que o país vive no momento; A venda apressada de nossas ações de BTG devido ao curso dramático que os eventos tiveram na empresa este ano, como discutido acima. Isso nos forçou a liquidar de forma apressada nossa posição e, portanto, aumentou nosso nível de caixa; E por último, Nossa visão otimista do Real frente ao Dólar Americano. Já que apenas ter caixa no Brasil é um investimento cujo retorno é 7% sem risco e ajustado pela inflação (além de possíveis ganhos cambiais) e já que prevemos uma apreciação de médio prazo da moeda brasileira frente a americana, apenas manter nosso caixa parece um investimento adequado sem incorrer em riscos desnecessários de derivativos ou outros instrumentos financeiros.”

-----//-----

Nós mantivemos uma parcela maior do que a comum do fundo em dinheiro denominado na moeda brasileira, como dissemos, mas no fim das contas esta bem-sucedida e lucrativa posição não foi suficiente para compensar a queda nos preços das ações em nossos exportadores brasileiros, especificamente, Fibria e Minerva, como veremos mais adiante neste relatório.

Performance em USD:



■	S&P 500: + 8.97%
■	Fundo FCL Equities: + 10.08%
■	Taxa Selic (acumulada) : + 37.52%
■	Ibovespa: + 71.69%

No geral, os resultados de 2016 nos mostraram a inconsistência que faz parte da nossa proposta de valor: nos esforçamos para alcançar resultados em dólares, mas com uma estrutura que tem fundos, ativos e perfil de risco ainda em grande parte no Brasil, o resultado é um desempenho que poderia ser considerado razoável se comparado a concorrentes internacionais, mas claramente subpar quando falamos sobre um fundo de ações nacional brasileiro. Algum lado precisaria ser ajustado. Ou nós alocaríamos 100% do nosso fundo para ativos internacionais, como sempre foi nossa intenção, ou mediríamos nosso desempenho em moeda nacional e contra benchmarks e concorrentes no Brasil.

A boa notícia é que com a conversão de nosso veículo principal para uma nova estrutura chamada FCL Opportunities, que começa no início de 2017, esses conflitos internos não existirão mais: nossos benchmarks e ativos serão internacionais e os ativos brasileiros dentro do fundo existirão apenas para adicionar em termos de desempenho em dólar e não o contrário como tem sido o caso. Em outras palavras, seremos um fundo internacional com conhecimento local brasileiro como sempre foi o nosso sonho e não um fundo brasileiro com alguma exposição internacional onde o câmbio poderia somar ou subtrair da sua performance.

3. Diário da Gestão - Portfolio & Atribuição de Performance

Ao longo de 2016, o maior contribuidor para o desempenho de nosso fundo foi, sem dúvida, a Braskem - suas ações se valorizaram 24% em Real e quase 51% em Dólares. No total, a Braskem contribuiu com mais de nove pontos percentuais medindo nosso desempenho em Reais no ano de 2016 e mais de quinze pontos medindo em dólares.

A Braskem foi discutida muitas vezes em nossas cartas, incluindo uma de apenas alguns meses atrás, onde discutimos e explicamos as razões para o recente desempenho positivo dos preços das ações, por isso não nos repetiremos. Para uma análise mais profunda, consulte a nossa carta mensal de Novembro de 2016.¹

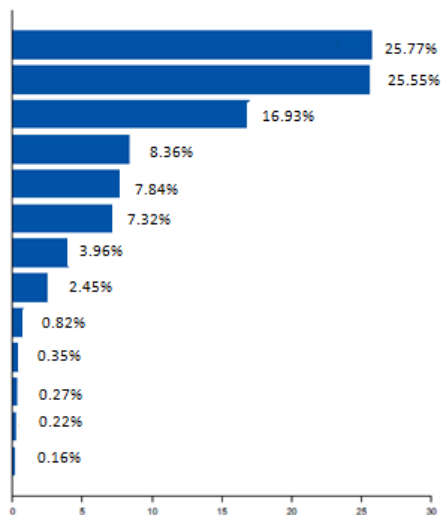
Nosso segundo maior sucesso no ano passado foi o Match.com, tomando como base em uma Taxa Interna de Retorno. O Match foi tema da nossa carta de Maio² desse ano.

1 Carta de Novembro
http://www.fclcapital.com/publicacoes/FCL%20Capital%20Monthly%20Letter_November%202016.pdf

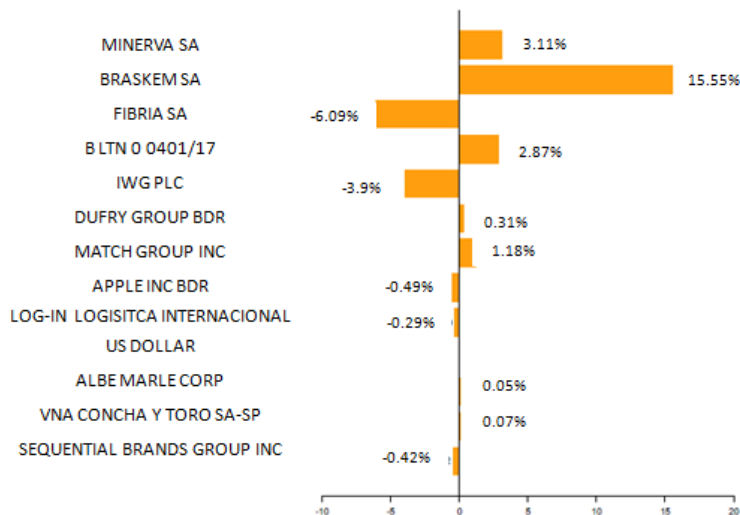
2 Carta de Maio
<http://www.fclcapital.com/publicacoes/FCL%20may-16%20letter.pdf>

Performance in USD

Average weight

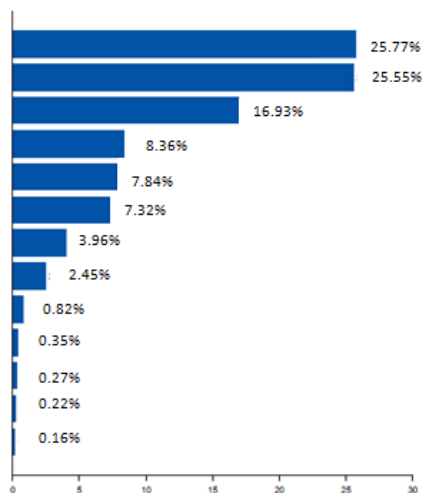


Contribution

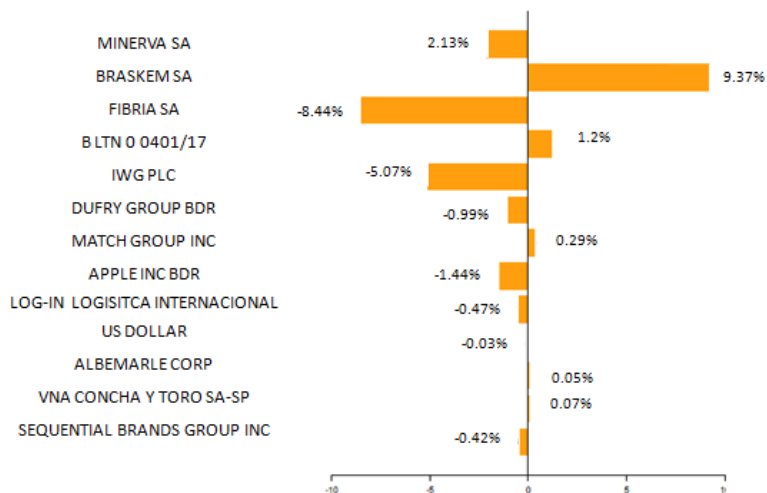


Performance in BRL

Average weight



Contribution



Nosso segundo maior contribuinte em termos ponderados, no entanto, foi a nossa já mencionada posição em LTNs e outros títulos governamentais de renda fixa que deram uma contribuição combinada de 1,2 pontos de desempenho em Reais e quase três pontos percentuais em Dólar, graças ao efeito da valorização da moeda brasileira adicionada à renda normal dos títulos.

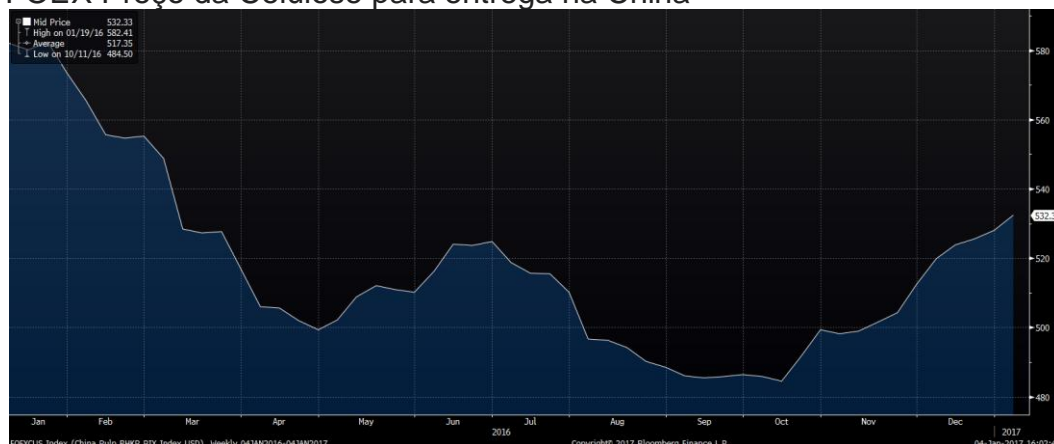
Por outro lado, nossos dois maiores perdedores foram: Fibria, que subtraiu mais de oito pontos percentuais de desempenho em Real e seis pontos no desempenho em Dólar e Regus, o que nos roubou quatro pontos no desempenho em Dólar e cinco pontos em Real.

O declínio da Fibria deve-se em grande parte a razões macro: o valor da empresa é derivado basicamente de duas variáveis básicas: o preço da celulose (a commodity que é vendida aos seus clientes em todo o mundo) e o Dólar em relação à moeda brasileira (é um estratégia de câmbio já que seus custos são em Reais e suas receitas em Dólar).

Exatamente por isso, nós gostamos da empresa: é uma ótima maneira de se proteger contra uma valorização da moeda americana. Infelizmente, a empresa enfrentou uma tempestade perfeita no ano passado com uma valorização da moeda brasileira contra o Dólar e uma queda no preço da celulose ao mesmo tempo.

Felizmente já vemos essa maré virando: a moeda brasileira parece ter encontrado seu nível natural. Enquanto isso, o conforto de ser o produtor de menor custo no mundo é saber que, se as coisas estão razoavelmente ruins para você, seus concorrentes estão em apuros. Os preços parecem ter realmente encontrado o seu chão e estão subindo novamente em meio a notícias de projetos de celulose cancelados em todo o mundo em resposta aos preços abismais.

FOEX Preço da Celulose para entrega na China



Mid Price	532.33
High on 01/19/16	582.41
Average	517.35
Low on 10/11/16	484.50

Regus

Quanto à Regus, mais uma vez os fatores macro ditaram o destino do preço da ação de uma empresa que não enfrentou qualquer grande problema que poderia explicar seu desempenho morno. Um grande evento imprevisto parece ter ditado seu destino no ano passado: Brexit.

Naturalmente, um instinto humano natural é negar os erros alegando que a tese de investimento original era sólida. Mas até agora não vimos nenhuma razão justificável para pensar que a trajetória ascendente atual de lucros e receitas que esta empresa está experimentando vai mudar com Brexit.

Resultados anuais completos sairão em breve e vamos procurar pistas sobre para onde o futuro está levando este negócio que estamos tão apaixonados e que também foi o tema de uma de nossas últimas cartas.

Nosso giro de portfólio é geralmente muito baixo, mas nunca para por completo de gradualmente se modificar. Estamos muito empolgados com as novas posições que pesquisamos atualmente e que podem mostrar grandes oportunidades para nossos investidores nos próximos anos.

FCL Capital top 5 largest positions 31/12/2016

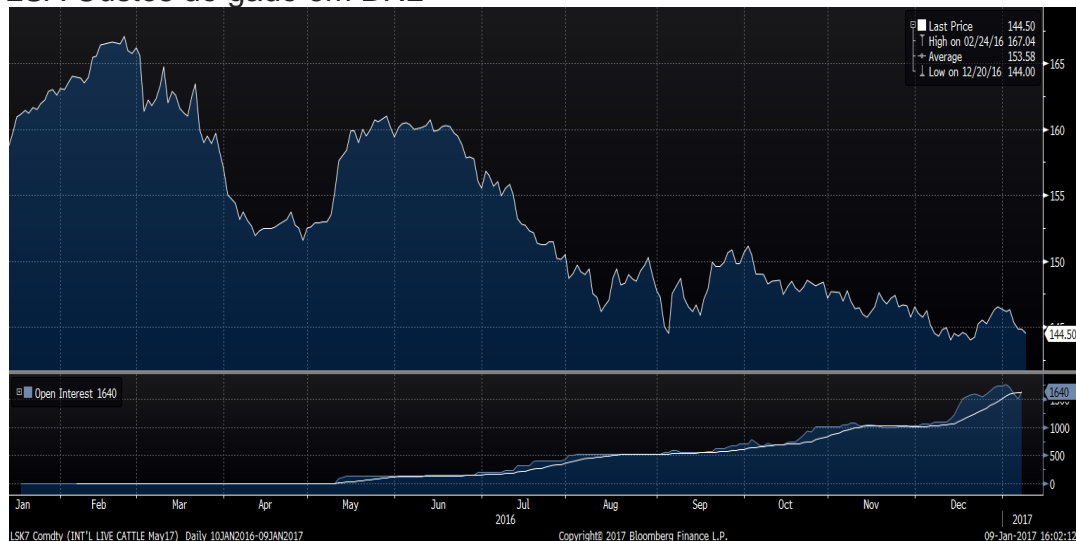
Braskem	30.40%
Minerva	26.43%
Fibria	14.51%
Brazilian Government Securities	11.19%
Us Dollar cash position	10.09%

Minerva

Minerva entrou em 2016 sendo nossa maior posição, mas este ano mostrou poucos eventos positivos para a empresa. Nossa tese e otimismo sobre a Minerva é muito público e muito consistente - mantemos suas ações entre as nossas 3 maiores posições há pelo menos cinco anos, desde os nossos dias do Clube de Investimentos FCL. A má notícia é que, mais uma vez, a administração da Minerva parecia mais preocupada com o crescimento - suas receitas foram de R\$ 4 bilhões em 2011 para cerca de R\$ 10 bilhões em 2016 – do que com à geração de caixa, pagamento de dívida e valor para os acionistas.

Dito isto, a empresa foi capaz de mudar seus títulos de dívida com taxas mais caras para linhas mais baratas e o ambiente de negócios está mudando para melhor - os custos de gado no Brasil estão finalmente caindo mais uma vez, a moeda está estável e o mercado de consumo doméstico deve começar a se recuperar. Além disso, com o recente aumento dos preços do petróleo, importantes consumidores como o Egito, Venezuela e Irã podem aumentar suas compras

LSA Custos do gado em BRL



A história por trás da Minerva é uma crescimento esperado para o futuro - apoiada por sua gestão, vantagens competitivas naturais do Brasil e uma desalavancagem que trará uma camada extra de retorno para seus acionistas.

No entanto, com a apreciação da moeda brasileira, a empresa foi penalizada pelos investidores (uma vez que 70% de suas receitas são exportações) e a Minerva subtraiu alguns pontos do nosso desempenho em Reais.

Dufry

Dufry está se tornando cada vez mais, no momento em que escrevemos esta carta uma posição central, vindo de uma posição não tão grande um ano atrás. Estamos cada vez mais entusiasmados com a empresa, suas possibilidades e sua gestão. Tendo se tornado um líder global com a compra da World Duty Free, 2016 foi um ano de consolidação e desalavancagem para a Dufry. Estabilizando as vendas em lojas atuais, eliminando as redundâncias para depois voltar a crescer.

Gostaríamos de ver uma grande aquisição asiática - Lotte ou Louis Vuitton DFS seria perfeito e nos deixaria muito animados. Sendo um jogador dominante na Europa e na América Latina e um muito relevante na América do Norte, a Ásia é a última fronteira para a empresa ser o único consolidador global no mundo do Duty Free Market – como uma AB Inbev do seu setor.





Albemarle

Albemarle é uma nova posição e uma ainda muito pequena que temos pesquisado e explorado nos últimos meses. Historicamente, tem sido uma empresa de especialidades químicas com importantes aplicações e diferentes setores, mas cada vez mais está se tornando o líder mundial e consolidador em uma mercadoria que é possivelmente a mais promissora para o século 21: Lítio.

O Lítio é um elemento antigo que encontrou novas aplicações nas últimas décadas. Sua utilidade, ainda é mais presente em vidro e cerâmica, mas cada vez mais ganha espaço em baterias, a partir de smartphones e outros produtos eletrônicos. De modo crucial, é esperado que seu uso em carros elétricos vai mudar a dinâmica desse negócio.

Albemarle é o maior produtor de Lítio do mundo e basicamente controla a produção junto com outros três players relevantes. Seu

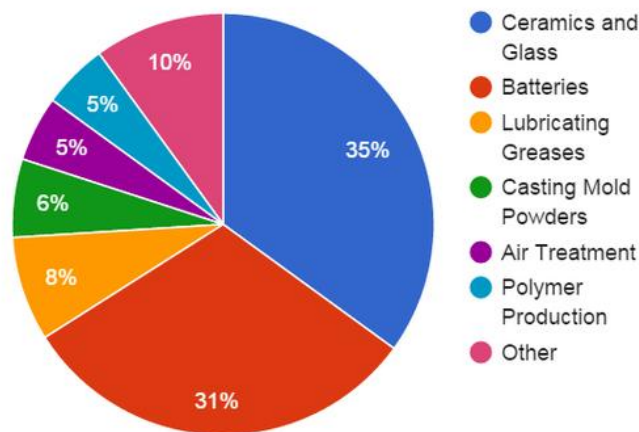
segmento de lítio está rapidamente se tornando dominante dentro da empresa. Enquanto isso, a demanda de lítio, mesmo sem considerar as projeções mais otimistas para a adoção de carros elétricos pode exceder a oferta para o resto desta década.



Economist.com

Lithium carbonate price. Source: The economist

2014 Global Lithium Production and End-Uses



Lithium by end use

4. Sum zero

Embora esta casa tenha sido sempre tímida sobre sua publicidade, decidimos abrir uma exceção e fazer parte da Sumzero, para estar em contato com alocadores que possam ser úteis em uma parceria como a que temos na FCL e também para estar em contato com colegas analistas e gestores de ações que gostam de discutir idéias de investimento. Mais importante, pensamos que este processo nos ajuda a refinar nossa tese de investimento, beneficiando nossos investidores.

Para aqueles que não estão familiarizados com Sumzero, o site está rapidamente se tornando um tipo de Facebook para investidores em ações. Um local onde investidores publicam suas próprias idéias de investimento, com a esperança de que essas idéias serão revistas e criticadas por outros gestores de investimentos e alocadores de capital.

Sumzero foi fundada pelos irmãos Winklevoss, que são famosos por afirmar que Mark Zuckerberg roubou sua idéia para Facebook. Um breve relatório sobre a importância da plataforma pode ser encontrado na última edição da revista Wall Street Journal's Baroon:

<http://www.barrons.com/articles/facebook-for-stockpickers-1482555902?shareToken=std898750d87b248079397265223926f06>

Ao longo do último ano, publicamos cinco idéias de investimento no Sumzero, todas posições importantes para nosso fundo: Minerva, Braskem, Regus, Dufry e Match.

A data de publicação de cada idéia e o desempenho em dólares norte-americanos desde a data de publicação pode ser encontrada em:

<https://sumzero.com/pro/user/12457/research/ideas>

Idéia	Publicado em	Retorno desde a publicação
Minerva	29/09/2015	-7.50%
Braskem	12/2/2016	108%
Regus	15/03/2016	-15.70%
Dufry	5/4/2016	8.30%
Match group	6/6/2016	29.50%

Desde o mês de outubro, estamos no topo entre os gestores julgados pelo retorno combinado de idéias de investimento nos últimos 12 meses, e em dezembro nós estávamos em 18º lugar entre os 13.000 analistas de capital com teses publicadas no Sumzero.

https://sumzero.com/pro/members/rankings#your_rankings

5. Novos produtos e o futuro – parte 2 (continuação do ano passado)

A última parte do nosso relatório anual de 2016 é uma continuação direta da última parte do nosso relatório anual de 2015: as razões e objetivos de nossa reorganização e a suspensão do nosso fundo de ações FCL, que dará lugar a duas novas estruturas.

Para resumir brevemente:

- O fundo FCL Equities nos faz investir apenas até 20% de nossos ativos fora do Brasil, uma situação que nos pareceu sub-ótima, uma vez que o fundo se esforça por retornos em dólar e um perfil de risco menor do que um investido totalmente em ações brasileiras.
- Nossa primeira tentativa foi simplesmente converter o fundo e ajustar seus estatutos, mas não podíamos, uma vez que dentro de nosso fundo de ações temos investidores não qualificados e de acordo com a regulamentação brasileira só indivíduos chamados de alta renda podem ter acesso total a veículos com exposição internacional completa.
- Ao mesmo tempo, por uma questão de lealdade com aqueles que acreditaram em nós desde o início, não queríamos simplesmente "chutar para fora" os investidores que não pudessem fazer parte do novo veículo internacional.

- Nossa solução foi encerrar a FCL Equities e criar duas novas estruturas: a primeira será chamada FCL Opportunities e é basicamente uma continuação de onde a FCL Equities deixou: um fundo que investe principalmente em ações e tem uma visão de longo prazo, análises fundamentalistas *bottom up* com a diferença de que será capaz de investir todo o seu capital em oportunidades internacionais, mantendo o seu DNA de profundo conhecimento dos mercados emergentes locais.
- A segunda estrutura será denominada FCL Hedge e terá uma matriz de risco x retorno menor do que o FCL Opportunities. Irá investir pelo menos 80% de seus ativos no Brasil, pelo menos no início, e será um lar natural para nossos investidores não qualificados. Se concentrará principalmente em títulos do governo e em situações de crédito corporativo com um horizonte um pouco menor e uma matriz de retorno de risco menor.

Depois de muita pesquisa estamos satisfeitos com a solução encontrada.

Terminamos este relatório anual, como sempre, entusiasmados com as possibilidades futuras, e sobretudo, gratos a todos os nossos investidores e amigos que acreditam em nosso trabalho. Um feliz 2017 para todos nós.

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

fcl@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



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)