

# FCL*Capital*

Fevereiro | 2017

## Tese – Aposta em Gannett Inc

Empresa com marcas notórias e consistente geração de caixa sendo negociada a preços de recuperação judicial devido a histeria do “fim das mídias tradicionais”.

### 1. A empresa

O simples fato de podermos escrever sobre a Gannett como uma empresa “small cap” - uma empresa que vale menos que U\$ 1 bilhão de dólares, já é motivo para parar e pensar. Afinal, a Gannett possui uma das marcas de mídia mais icônicas do planeta.

A Gannett é uma das principais editoras dos Estados Unidos. Publica um dos três maiores jornais em circulação no país, o USA Today, que ao lado do New York Times e The Wall Street Journal forma o triunvirato dos jornais mais importantes da América.

Além do USA Today, a Gannett possui centenas de organizações de mídia locais em cidades pequenas e médias nos Estados Unidos e no Reino Unido - muitas vezes sendo a principal fonte de notícias locais, opinião jornalística, informações de eventos sociais e outros conteúdos relacionados à comunidade.

Entre dezenas de marcas pertencentes a Gannett, além do USA Today, estão: The Des Moines Register, Detroit Free Press e The Tennessean.

Ao todo, a empresa tem números impressionantes ao seu lado: o USA Today sozinho é acessado mensalmente por mais de 89 milhões de visitantes únicos - um número capaz de envergonhar muitas empresas de internet que desfrutam de valorações estratosféricas. Seu tráfego online está consistentemente entre os 10 maiores nos EUA, apenas atrás de gigantes como o Google eo Facebook.

Então vamos ver como o negócio tem se saído nos últimos anos.

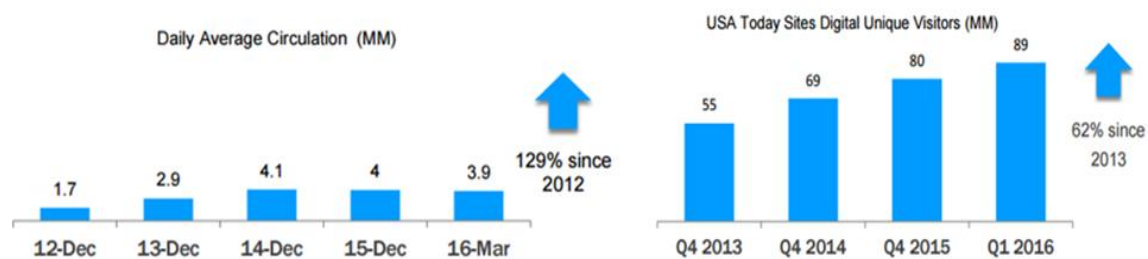
Em primeiro lugar, a razão pela qual a empresa negocia a um valor abaixo de USD 1 bilhão não é segredo: até mesmo nossas avós sabem que a indústria de mídias está passando por uma das maiores transformações de sua história devido à internet em geral e às redes sociais em particular, que tem criado hábitos como:

- a.** Costume de não pagar por mídia, notícias e conteúdos em geral, já que é possível acessar boa parte gratuitamente.
- b.** Não discernimento ou até mesmo não se preocupar em discernir entre notícias falsas e reais.
- c.** Busca por notícias e serviços online ou em redes sociais, e não mais em jornais.

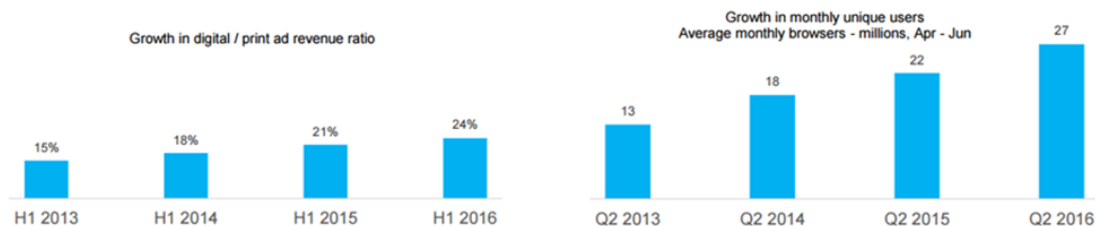
Acreditamos que todas essas ameaças são exageradas e que a valoração atual não faz jus ao já novo posicionamento da empresa como, primeiramente sendo uma empresa online de mídia geradora de conteúdo.

Em primeiro lugar, embora seja inegável que, seguindo a tendência secular, os assinantes da Gannett migrarão para suas plataformas online e provavelmente a maioria consumirá os produtos de mídia online da empresa, a crença de que isso necessariamente mata o lucrativo modelo de negócio da empresa é um mito.<sup>1</sup>

## Gráfico 1



<sup>1</sup> Um recente artigo da Techcrunch mostra que os “*millenials*”, já acostumados a pagar por diferentes serviços de assinatura como Netflix e Hulu, podem acabar identificando jornais como mais um serviço de assinatura. <https://techcrunch.com/2017/03/04/why-newspaper-subscriptions-are-on-the-rise/>



Fonte: Apresentação da empresa.

[https://gannett.investorhq.businesswire.com/sites/gannett.investorhq.businesswire.com/files/doc\\_library/file/Company\\_Overview\\_7-2016.pdf](https://gannett.investorhq.businesswire.com/sites/gannett.investorhq.businesswire.com/files/doc_library/file/Company_Overview_7-2016.pdf)

Até então, a empresa é extremamente rentável, pois ainda tem milhões de assinantes. A única razão que negocia a esses níveis é porque os investidores estão preocupados com o futuro. Em outras palavras, Gannett poderia ser chamada de anti-Tesla ou anti-Amazon: se essas duas empresas não rentáveis valem muitos bilhões de dólares, porque os investidores estão super animados sobre os seus futuro. Gannett, por outro lado é rentável hoje, mas uma ação small-cap, porque investidores estão receosos que isso não será mais o caso em alguns anos.

É verdade que a indústria tem uma transição dolorosa à frente, que ainda provavelmente verá muitas demissões, mas várias organizações de mídia em todo o mundo já chegaram à luz no fim do túnel - aparentemente pessoas sempre pagarão por conteúdo exclusivo de seu interesse interessados. Como exemplos, The Economist e Financial Times, ambas publicações londrinas,

especializadas em notícias financeiras e ambas extremamente lucrativas, cujas audiências consomem seus produtos principalmente em tablets e smartphones.

É nítido que o antigo modelo da indústria de jornais, que dependia de assinaturas e classificados de domingo, está morrendo. Mas um novo modelo - mais enxuto, com mais consciência de custos e cuja audiência é alcançada principalmente através de meios digitais, está apenas nascendo. E bom conteúdo sempre terá pessoas dispostas a pagar - basta perguntar à Bloomberg, HBO, The Economist ou ESPN.

Quanto à segunda preocupação, o fato interessante é que eventos políticos recentes, como o Brexit e a eleição de Donald Trump, mostraram ao mundo que não importa de que lado do espectro político você está, nada jamais substituirá completamente os meios de comunicação feitos profissionalmente. Não importa quantas horas por dia uma pessoa gaste em mídias sociais, a capacidade de obter notícias num formato jornalístico - digital ou físico - ainda não tem um substituto completo e ainda é uma proposta muito valiosa, como as elites do planeta confirmar.

Finalmente, quanto aos classificados, acreditamos que esse fator não só, já está no preço, como ao mesmo tempo pode ser compensado por novas possibilidades - a Gannett e outras empresas líderes de jornais geram centenas de milhões de

acessos on-line. Certamente, uma vez que a transição para um novo modelo estiver em pleno andamento, novas fontes de receita surgirão - talvez não exatamente como na era pré digital, mas ao mesmo tempo, a Gannett e seus semelhantes estão apenas começando a experimentar esta enorme opcionalidade.

Resumindo: a Gannett é uma empresa que possui uma marca incrível, uma marca que por si só vale mais do que o preço da empresa no mercado, além de muitas organizações de mídia locais que desfrutam de quase monopólios em seus mercados e cuja estrutura poderia ser replicada para entregar conteúdo - basta reparar na semelhança de seus aplicativos<sup>2</sup> - e suas economias de escala tornam-se claras. Tudo isso com uma base de clientes fiel.

---

<sup>2</sup> <https://itunes.apple.com/us/developer/gannett/id404843797>

Como será o Gannett do futuro? Nosso melhor palpite é que será uma empresa que alcançará tantas pessoas quanto agora, em parte com a ajuda de mídias sociais, com uma organização mais enxuta, não tão dependente de classificados, com um público ainda mais internacional e provavelmente com seu conteúdo consumido em grande parte em tablets e outras tecnologias que estão por vir como óculos e relógios inteligentes. Mas o ponto central, conteúdo criado profissionalmente sobre notícias locais ou assuntos mundiais com *insights* de especialistas provavelmente viverá e continuará demandando um prêmio de seu público dedicado, assim como aconteceu no século passado e exatamente como acontece atualmente, mesmo depois de um um quarto de século de penetração da internet.

## 2. A Tese

Nossa tese principal é que Gannett e outras empresas líderes de jornais nos EUA sobreviverão. Elas podem ter um número um pouco menor de assinantes e seus modelos de negócios mudarão – ficarão menos dependentes dos classificados e mais dependentes de assinantes digitais e anúncios obtidos a partir do seu enorme tráfego online - mas em geral a grande dinâmica não mudará muito. Continuarão com um produto orientado para consumo em massa, feito por jornalistas profissionais que têm acesso a fontes e outros conteúdos escassos não alcançáveis por grandes segmentos da população e, ainda mais importante, cujas opiniões têm peso. Jornalistas importantes são, afinal de contas,



influenciadores - e suas colunas e idéias ainda irão atrair atenção - muito antes dos Kardashians, pessoas como Paul Krugman, Martin Wolf ou os líderes anônimos da The Economist, já movimentavam corações e mercados e continuarão assim.

### 3. Valuation

Então quanto deveria valer negócio como a Gannett ? Existem diversas maneiras de fazer um jogo de adivinhação razoável.

Primeiro, poderíamos simplesmente estimar, com uma aproximação grosseira, que depois de alguns anos de queda de receitas e assinantes, em cerca uma década as receitas da empresa chegarão, a metade dos seus valores atuais. Isso parece um pouco duro para nós, uma vez que a trajetória de declínio de receitas já está desacelerando. Mas vamos supor que isso aconteça e que a empresa tenha que embarcar num programa de redução de custos significativo, e que, economias de escala de lado, o futuro fluxo de caixa livre estimado chegue a metade do atual, e mantendo a razão de receita para fluxo de caixa livre da empresa. Obviamente é um cálculo muito grosseiro, mas tão bom quanto qualquer outro para estimar o futuro da empresa.

- Fluxo de Caixa Livre estimado para 2017 (Consenso Bloomberg): U\$ 227,3 milhões
- Taxa de retorno do fluxo de caixa livre atual: 24,14%
- Fluxo de caixa livre anual perpétuo estimado: U\$ 113,65 milhões
- Taxa de retorno do fluxo de caixa livre anual perpétuo estimado: 12,08%

O resultado seria um negócio com uma taxa de retorno do fluxo de caixa livre anual de 12% e dona das principais marcas de consumo globais. Ou, se utilizarmos, um valor bem razoável de 6% para estimar um “múltiplo justo” para a taxa de retorno do fluxo de caixa livre, daria um **upside de 100%**.

Mas vamos fazer um segundo cálculo. Vamos pegar um negócio que também se encontra notoriamente em declínio, sem dúvida em um ritmo mais rápido do que Gannett: o negócio de TV a cabo.

Todos sabem que uma das principais tendências da geração dos millenials é "cortar o cabo". De repente as pessoas estão começando a perceber que, com tantas opções de entretenimento, como Netflix, pornô on-line, Facebook e assim por diante, não é preciso ter tantos canais a cabo.

Vamos comparar os múltiplos da Gannett com os da Comcast e Frontier, dois provedores de TV a de cabo, de acordo com o consenso da Bloomberg de 2017:

	EV /Ebitda
<b>Gannett</b>	3.61
<b>Comcast</b>	8.59
<b>Frontier</b>	5.44

Isso resultaria num **upside de 51%** se os múltiplos da Frontier forem utilizados ou um **upside de 137%** se múltiplos da Comcast forem utilizados.

Upside da Gannett se múltiplos da Frontier forem utilizados: 51%

Preço alvo da Gannet se múltiplos da Frontier forem utilizados: U\$ 13,15 por ação.

Finalmente, se você ainda está desconfortável com a idéia de comparar a Gannett com qualquer empresa não jornalística, então vamos comparar a empresa com seu par mais direto: o New York Times.

<b>The New York Times</b>	<b>2017</b>
EV/Ebitda	7.9
Free Cash Flow yield	nil

<b>Gannett</b>	<b>2017</b>
EV/Ebitda	3.61
Free Cash Flow yield	24%

Fonte: Consenso da Bloomberg.

Isso resultaria em um **upside de 118%** utilizando o New York Times como comparação.

#### 4. Riscos

Nós somos uma casa de pequeno porte, focada em investimentos de valor profundo. Em nossa experiência, os melhores investimentos não são apenas contra intuitivos; geralmente, são aqueles que fazem o estômago se revirar. São aqueles que nos dão até certa vergonha de sequer sugerir. E com certeza, trazem riscos.

No caso da Gannett, há riscos óbvios e alguns não tão óbvios:

- Em primeiro lugar, diferente de outras fontes de notícias mais especializadas, a Gannett talvez não seja capaz de fazer uma transição rentável entre ser uma empresa focada na entrega de conteúdo em papel para o mundo online, perdendo assinantes e relevância, sem mencionar as receitas de anúncios.
- A Gannett fez algumas aquisições recentes nos últimos anos e também, uma tentativa fracassada de comprar a Tronc. Um outro risco é que as aquisições passadas se provem destruidoras de valor, ou, algo pior em nossa opinião, que a empresa embarque em uma nova aquisição destruidora de valor.
- Finalmente, uma das muitas coisas que Gannett ainda tem para resolver é o passivo do seu programa de pensão. No geral, a natureza de longo prazo desse passivo, a mudança conservadora nas estimativas do CFO da empresa e a previsão de taxas de juros crescentes, podem ajudar. Nós ainda não consideramos o status do seu plano de pensão um grande risco ou um fator que, nos leva a mudar dramaticamente nossas suposições. Além disso, mesmo ajustando a parte não financiada do plano de pensão para ser tratada como dívida, ainda chegaríamos a múltiplos incrivelmente baratos de EV / Ebitda.

## Gráfico 2

In thousands

	Dec. 25, 2016	Dec. 27, 2015
Accumulated benefit obligation	\$ 3,153,811	\$ 3,179,094
Fair value of plan assets	\$ 2,411,007	\$ 2,558,627

Fonte: Relatório Annual.

Portanto, com \$ 1.217 bilhões de valor da empresa, mais passivos *underfunded* de 750.6 milhão chegamos a um valor de \$ 1.967 bilhão, ou um múltiplo EV/Ebitda de 5.90, de acordo com o consenso Bloomberg 2017.

## 5. Nossa perspectiva

*“Nosso objetivo é criar o jornal personalizado perfeito para cada pessoa no planeta”, “Nós estamos tentando personalizar e mostrar aquilo que será mais interessante para você.”*

*( Mark Zuckerberg)*

Muitas pessoas no setor jornalístico ficaram profundamente assustadas com as citações acima. Em suas mentes, as palavras de Mark Zuckerberg pareciam sinalizar sua tentativa de substituir a mídia tradicional. Em nossa opinião, por outro lado, a citação foi não apenas reconfortante, mas também mostrou que o Facebook nunca vai colidir completamente com a mídia tradicional. Leia

novamente e preste atenção à palavra "interessante". Essa é a palavra chave. Facebook e outras mídias sociais são ferramentas de interação. A mídia tradicional é um porto seguro e um comunicador dos acontecimentos para segmentos da população: dependendo de suas opiniões políticas, a verdade pode ser diferente, mas você ainda precisará de um mensageiro, além das mídias sociais.

Então, como será o futuro da mídia tradicional? Evidentemente, quanto mais especializado for seu conteúdo, mais fácil será fazer a transição. As fontes de notícias de finanças, por exemplo, usadas por investidores para movimentar milhões de dólares já estão muito bem ajustadas para seu futuro online: a Bloomberg é uma empresa privada, mas extremamente lucrativa, enquanto The Financial Times e The Economist podem contar com milhões de assinantes globais online.

Cada fonte de notícias enfrentará uma transição diferente. Alguns testarão paredes de pagamento, alguns tentarão se tornar totalmente livres, dependendo exclusivamente de receitas de anúncios (como BuzzFeed e Business Insider), e alguns produzirão conteúdo premium e dependerão apenas de assinantes.

Nós não fingimos saber a resposta perfeita sobre como exatamente a Gannett vai tirar esse coelho da cartola. Mas esse é

precisamente o ponto: investidores odeiam incerteza e, às vezes, exageram no desconto.

Devido à qualidade do seu jornalismo, sua história, sua base de clientes fiel e, sobretudo, devido ao poder das suas marcas, acreditamos ser aposta muito segura que uma Gannett um pouco menor mas ainda muito rentável terá um futuro tremendo daqui a 10 ou 20. E indo e vindo sobre o Valuation da empresa e seus múltiplos nos parece muito difícil que, em qualquer cenário plausível, adotando qualquer suposição razoável, concluir que a ação não está severamente desvalorizada HOJE, mesmo adotando premissas pessimistas sobre sua taxa de assinantes e receitas de anúncios em declínio.

Como Warren Buffet disse uma vez, não há nenhuma regra sobre qual caminho deve ser seguido para ganhar dinheiro no mundo dos investimentos. Não precisa ser uma empresa próspera e em crescimento. Pode perfeitamente estar em declínio, desde que você pague o preço correto e saiba reinvestir sabiamente seus dividendos.

Nossa tese é que a Gannett não só possui funcionários, ativos e marcas muito fortes, mas o mais importante, é uma ação surpreendentemente subvalorizada e uma oportunidade de investimento convincente.



## 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](http://www.fclcapital.com).

### Relacionamento com Investidores

[fcl@fclcapital.com](mailto:fcl@fclcapital.com)

[info@fclcapital.com](mailto: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](http://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](http://www.comoinvestir.com.br))