

FCL*Capital*

Janeiro 2019

Os vencedores

“Inverta, sempre inverta!” um homem sábio chamado Charlie Munger costuma dizer. Em outras palavras, se você quer ser um campeão de tênis, talvez seja uma boa ideia pensar um pouco sobre o que os campeões de tênis fizeram no passado para alcançar o sucesso, como eles vivam suas vidas? Ou, da mesma forma, se você quer ser um presidente. Ou se quer ser um bilionário.

Essa carta é sobre uma das áreas filosóficas e intelectuais de estudo da FCL Capital. É sobre uma lista que nós acompanhamos permanentemente e bem de perto: as ações com melhor desempenho nos últimos 10 anos, e como elas alcançaram isso. E mais importante, quais características replicáveis podem ser notadas no início para que possamos tentar identificar outras similares no futuro.

Um dos nossos filtros favoritos que usamos para monitorar o mercado, mostra todas as ações globais no nosso universo de investimento (localizadas em mercados que nós investimos, com liquidez e continuidade mínimas suficientes) que entregaram um resultado anual composto acima de 25% nos últimos 10 anos. Um resultado próximo a multiplicar o seu valor por 10 em uma década.

Entre cerca de 50.000 ações globais que são negociadas em bolsas de valores internacionais, nosso atual filtro dos vencedores dos últimos 10 anos mostra que 562 ações diferentes proporcionaram a seus investidores um retorno composto acima de 25% ao ano, em média. Cerca de uma a cada 100 ações.

Uma descoberta interessante: como estamos acompanhando esse grupo por um bom tempo, podemos claramente observar que, como sempre, o ponto de partida influencia os retornos dos 10 anos seguintes: normalmente o filtro mostrará cerca de 200 a 300 ações, porém, como há 10 anos os mercados globais estavam afundados na crise financeira e

portanto, ações estavam sendo negociadas por preços bastante depreciados, nós encontramos hoje, esse extraordinário número de ações com desempenho anual médio acima de 25%.

Em outras palavras, como sempre, compre barato, venda caro.

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

Olhando agora para os atuais vencedores do nosso filtro, temos um grupo bastante distinto.

99 <GO> to Save Defaults, <Back> to Return

Equity Screen Universe: 10 ye Actions Export Settings Watchlist Analytics

Screen Name 10 year total returns Refine By <Countries, Sectors, etc.> Group By Securities Show Hi/Lo As of 02/04/2019

| Overview | | Returns | Valuation | Estimates | Actuals | Credit | Technicals | Custom | Results | | | | | |
|---------------|--------------------------|----------------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|--------------|------------|---------|-------------|---------------------|---------------|-------|
| Add Column | | 92 Fields | | | | | | | | | | | | |
| Group By | | 94 Stats... | | | | 562 Securities | | | | | | | | |
| Ticker | Short Name | Total Return: 10 (I) | Sls 3Yr Avg | Net Sales -5 | Net Sales -5 | Market Cap: Y | Market Cap | P/EBITDA: 10 | P/EBIT: 10 | P/S: 10 | ST12M EBITD | Equity Trade Cap: Y | Market Cap: Y | |
| Median | | 30.00 | 11.95 | 13.16 | 11.41 | 705.3 | 4.15B | 7.34 | 12.99 | 1.25 | 2.6 | 19.60 | 16.63 | 705.3 |
| 101 | 2382 HK SUNNY OPTICAL | 66.83 | 38.87 | -- | 33.87 | 384.6 | 10.76B | 8.60 | 17.74 | 1.86 | 3.0 | 16.98 | 29.97 | 384.6 |
| 102 | JAZZ US JAZZ PHARMACE... | 63.19 | 11.35 | -- | 15.12 | 361.9 | 7.74B | -- | 9.77 | 3.11 | 4.1 | 42.87 | 76.77 | 361.9 |
| 103 | ATSG US AIR TRANSPORT... | 62.01 | 22.71 | 0.01% | 7.78% | 261.8 | 1.40B | 2.19 | 4.58 | 0.21 | 1.4 | 24.72 | 8.52M | 261.8 |
| 104 | SNBR US SLEEP NUMBER ... | 60.71 | 7.71% | 18.94% | 9.48% | 318.8 | 1.17B | 4.84 | 9.66 | 0.42 | 0.8 | 10.61 | 16.19 | 318.8 |
| 105 | NXST US NEXSTAR MEDIA... | 59.52 | 61.84 | -- | 40.68 | 259.7 | 3.83B | 3.07 | 4.39 | 0.97 | 1.4 | 32.03 | 27.74 | 259.7 |
| 106 | MGPI US MGP INGREDIEN... | 58.55 | 3.62% | 11.40% | 3.46% | 278.7 | 1.20B | 6.70 | 21.34 | 0.75 | 3.2 | 15.60 | 10.75 | 278.7 |
| 107 | 2313 HK SHENZHOU INTL... | 57.32 | 17.59 | 23.94 | 13.93 | 557.0 | 18.39B | 5.83 | 23.43 | 1.11 | 6.5 | 28.08 | 14.89 | 557.0 |
| 108 | NFLX US NETFLIX INC | 52.10 | 32.58 | 38.04 | 28.93 | 1.76B | 148.3 | 12.34 | 90.15 | 1.34 | 9.6 | 10.69 | 3.36B | 1.76B |
| 109 | BEST SP BEST WORLD IN... | 51.86 | 47.52 | 54.61 | 58.38 | 129.0 | 1.10B | 9.24 | 19.76 | 1.82 | 6.8 | 32.61 | 5.79M | 129.0 |
| 110 | EIM IN EICHER MOTORS | 51.51 | 20.22 | -- | 5.94% | 175.0 | 7.48B | 5.50 | 19.52 | 0.31 | 6.1 | 31.47 | 47.43 | 175.0 |
| 111 | HCM LN HUTCHISON CHI... | 50.76 | 45.65 | -- | 42.24 | 140.6 | 2.97B | -- | -- | 2.16 | 13. | -21.0 | 485.8 | 140.6 |
| 112 | NEM GR NEMETSCHEK SE | 50.50 | 22.03 | 6.73% | -- | 302.7 | 5.11B | 6.18 | 33.59 | 1.42 | 8.9 | 27.65 | 12.94 | 302.7 |
| 113 | PAG IN PAGE INDUSTRI... | 50.09 | 18.48 | 31.13 | 23.87 | 116.7 | 3.74B | 12.86 | 49.93 | 2.44 | 10. | 21.47 | 10.37 | 116.7 |
| 114 | 7747 JP ASAH I INTECC CO | 50.07 | 12.44 | 16.31 | 17.22 | 105.8 | 5.69B | 5.79 | 37.33 | 0.96 | 12. | 33.24 | 24.75 | 105.8 |
| 115 | TPM AU TPG TELECOM LT... | 49.89 | 30.81 | 71.95 | 27.60 | 128.8 | 4.69B | 1.77 | 7.73 | 0.22 | 2.6 | 33.71 | 4.27M | 128.8 |
| 116 | 241 HK ALIBABA HEALTH | 49.10 | 414.7 | 115.3 | 227.6 | 248.4 | 10.73B | -- | -- | 8.04 | 18. | -5.50 | 1.27M | 248.4 |

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 8000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 South Africa 27 21 212 518 2000 USA 1 212 518 2000 UK 44 20 7330 7500

Copyright 2019, Bionomics Finance, L.P. SN 169426 BRST GMT-2:00 H187-3111-0 04-Feb-2019 16:20:48

Podemos ver algumas empresas muito conhecidas, como a Amazon, Apple e Netflix, mas também algumas completamente desconhecidas, como, Corticaria Amarin, uma empresa portuguesa que é uma das líderes mundiais em produção de rolhas; e Sberbank, o maior financiador varejista da Rússia.

Entre as brasileiras, apenas oito entraram na lista, sendo que Raia Drogasil e a construtora, EZ Tec, são as 2 mais bem colocadas, além de outras como, Localiza e Odontoprev.

O que une essas companhias? Não são muitas coisas, de acordo com diversos analistas de mercado.

Investidores em ações, como sabemos, tendem a se dividir em dois grandes grupos: investidores que buscam valor, aqueles que buscam ações baratas e depreciadas, e investidores que buscam crescimento, aqueles que não se importam em pagar múltiplos altos, contanto que seja pela empresa certa, que será a vencedora do amanhã, que tem sua receita crescendo significativamente.

Nós vamos argumentar nessa carta que ambos os grupos têm suas qualidades: obviamente, entre as empresas vencedoras, encontramos empresas que estavam sendo negociadas por múltiplos altos e obtiveram alto crescimento nos últimos 10 anos, o que foi o suficiente para colocá-las na lista de vencedoras, independente do seu valuation.

Ao mesmo tempo, existem empresas nesse grupo que não obtiveram um crescimento super-rápido (foi algo mais lento, porém com consistência) contudo, com seus baixíssimos pontos de entrada, em combinação com o moderado e consistente crescimento, entraram neste grupo seleto.

Estes são os extremos, e obviamente, há empresas no meio desse espectro: múltiplos altos, crescimento alto. A ordem dos fatores não alterou o resultado final.

Resumindo, para ser uma das ações com melhor desempenho durante uma década, uma empresa tem que produzir:

- a. Crescimento muito alto e consistente, ou
- b. Estar sendo negociada, 10 anos atrás, com um *valuation* muito barato, e ainda assim entregar consistência, ou
- c. Alguma combinação dos dois itens acima, com mais ou menos ênfase em cada um.

Então, qual o fator que conecta tudo isso?

Como veremos, é o múltiplo Preço sobre Receita, uma métrica financeira pouco usada que calcula o valor de mercado de uma empresa dividido pela sua receita anual.

Vamos mais a fundo:

1. Alto crescimento

Netflix

Em janeiro de 2009 a Netflix publicou um resultado anual de 1.3 bilhão de dólares e seu valor de mercado era de 1.8 bilhão de dólares. Com uma

simples conta matemática observamos que em 2009, há 10 anos, a Netflix tinha um múltiplo Preço/Receita (valor de mercado dividido por receita anual) de 1,34 vezes.

Atualmente, olhando para trás sabemos que a Netflix se tornou uma das ações com melhor desempenho na última década. Seu retorno anual médio foi incrível, 52% ao ano. Colocando de outra forma, quem investisse 1000 USD na Netflix há 10 anos e esquecesse do investimento, hoje teria quase 66 mil USD.

De onde veio esse retorno? Seu múltiplo Preço/Receita atual é 9.8 vezes, o que significa que a empresa virou uma queridinha do mercado, na fronteira da tecnologia, investidores estão muito mais otimistas sobre seus prospectos. Portanto, certamente houve ganhos observados no aumento dos múltiplos.

Mas a receita da empresa aumentou quase 28% ao ano, um crescimento surpreendente. De 1.3 bilhão de USD foi para 15.8 bilhões de USD. Tal crescimento em combinação com a melhora do seu valuation, fez a empresa alcançar sua posição entre as mais rentáveis da última década.

Receita em 2008: USD 1.3 bilhão
Valor de Mercado em 2008: USD 1800 MM
Preço / Receita em 2008: 1.34
Receita em 2018: USD 15.8 bilhões
Valor de Mercado em 2018: USD 116.8 bilhões
Preço / Receita em 2018: 9.8
Retorno anual médio em 10 anos: 52.12%

A Amazon tem uma história semelhante: não estava particularmente barata no início de 2009, com valor de mercado de 22 bilhões de USD e Preço/ Receita em 1.2x. Mas 10 anos depois, sua receita subiu para 232

bilhões de USD e seu valor mercado chega a 737 bilhões de USD. Em outras palavras, mais uma vez, um inacreditável crescimento e dominação global em combinação com uma melhora de valuation fizeram a empresa chegar ao topo.

Amazon

Receita em 2008: USD 19.166 bilhões
Valor de Mercado em 2008: USD 21.947 MM
Preço / Receita em 2008: 1.15
Receita em 2018: USD 232 bilhões
Valor de Mercado em 2018: USD 737 bilhões
Preço / Receita em 2018: 3,17
Retorno anual médio em 10 anos: 39.61%

2. Valor

Porém ainda há mais formas de alcançar o topo dos retornos anuais. Vamos dar uma olhada em uma fantástica empresa que essa casa adora observar de tempos em tempos: Corticeria Amorim, uma empresa de família portuguesa com porte médio que domina um mercado estável e não muito chamativo: produção de rolhas para garrafas de vinho premium no mundo todo.

Bom senso já nos diz, mesmo antes de olhar para os resultados financeiros desta empresa, que não se trata de uma startup com crescimento super acelerado. Ao longo dos últimos 10 anos a receita da Corticeria Amorim cresceu devagar, mas com consistência, saiu de EUR 468 milhões para EUR 753 milhões. Um negócio estável e consistente que domina um nicho. O tipo de negócio que Warren Buffett poderia se interessar se ele souber à respeito.

Mas como que uma empresa que não chegou a dobrar sua receita nos últimos 10 anos pode ter um dos melhores desempenhos da última década? A resposta é em grande parte, o seu valuation. Há 10 anos, Corticeria Amorim era uma ação esquecida, sendo negociada a um incrível múltiplo Preço/receita de 0,23 vezes. Nunca será uma ação de crescimento, mas após a crise financeira, sua liquidez melhorou, sua receita se manteve constante, e suas ações são atualmente negociadas a um, mais normal, múltiplo de 1.7 Preço / Receita. O resultado é um retorno anual médio de cerca de 26% nos últimos 10 anos. Colocando em outra perspectiva, esse tipo de retorno faria um investimento de 1000 USD se tornar 10.000 USD, após uma década. Certamente, nada mal para qualquer investidor.

Receita em 2008: USD 468 milhões
Valor de Mercado em 2008: USD 107 milhões
Preço / Receita em 2008: 0,23
Receita em 2018: USD 753 milhões
Valor de Mercado em 2018: USD 1.284 bilhões
Preço / Receita em 2018: 1,70
Retorno anual médio em 10 anos: 26,27%

3. Os híbridos

Como o leitor pode imaginar, todos os tipos de combinações entre crescimento e valor são possíveis, empresas que expandiram suas receitas muito rapidamente e empresas que eram negligenciadas pelo mercado que foram descobertas por investidores buscando valor e finalmente viram seus múltiplos convergir para níveis mais racionais, mantendo sua consistência.

Aquilo que acreditamos que conecta todos esses fatores é a razão Preço / Receita. Sem esquecer, é claro, de todas as métricas que essa casa utiliza diariamente como, Fluxo de Caixa Livre (FCL inclusive é uma abreviação dessa métrica), retorno de dividendos, entre outras. Acreditamos que o

múltiplo Preço / Receita é injustamente negligenciado como um indicador útil para acessar o valuation de uma companhia. Não recebe o respeito que merece!

Num extremo das melhores ações nós encontraremos empresas que tinham índices Preço / Receita moderados ou até mesmo altos há 10 anos e em seguida passaram por crescimento altíssimo (como Netflix e Amazon). No outro extremo, empresas muito baratas, que tinham crescimento moderado, mas consistente e que graças a convergência em valuation trouxeram retornos incríveis, como a Corticeria Amorim.

Também temos as empresas que estão em algum lugar no meio desse espectro: crescimento acelerado em conjunto com uma significativa melhora no valuation, como por exemplo, a brasileira Raia Drogasil e a americana, Booking.com.

Raia Drogasil

Receita em 2008: BRL 1.260 milhões
Valor de Mercado em 2008: BRL 590 milhões
Preço / Receita em 2008: 0,47
Receita em 2018: BRL 14.305 milhões
Valor de Mercado em 2018: BRL 20.536 milhões
Preço / Receita em 2018: 1,43
Retorno anual médio em 10 anos: 31,37%

Booking-BKNG

Receita em 2008: USD 1884 milhões
Valor de Mercado em 2008: USD 3018 milhões
Preço / Receita em 2008: 1,60
Receita em 2018: USD 14.117 milhões
Valor de Mercado em 2018: USD 88.319 bilhões
Preço / Receita em 2018: 6,25
Retorno anual médio em 10 anos: 38,60%

Todas essas descobertas são fascinantes por que elas permitem que esta casa acompanhe a evolução e os retornos de diferentes ativos, ao longo do tempo. “Inverta”, disse Munger. Bem, para fazer isso, temos que perguntar, “como os vencedores chegaram lá?”.

Ao longo dos anos este estudo não só reforçou a mentalidade de investidores de valor que nós já tínhamos, mas também nos colocou numa ainda mais específica posição dentro da escola de investidores de valor: conhecidos como GARP (*growth at a reasonable price* ou crescimento por um preço razoável).

Enquanto os investidores de valor clássicos quase que completamente desconsideram projeções futuras e focam nas métricas tradicionais, especialmente múltiplos baixos; e os investidores focados em crescimento são dispostos a até pagar preços altos se for pela empresa certa que entregará crescimento; nós acreditamos que um meio termo, a escola GARP nos proporciona mais opções de caminhos para o sucesso.

Por exemplo: nós podemos estar enganados quanto sobre a trajetória de crescimento de uma determinada empresa em nosso portfólio, mas contanto que não tenhamos pagado um preço alto por ela, pelo menos as perdas são mitigadas (a famosa Margem de Segurança de Bem Graham).

Ao mesmo tempo, como qualquer investidor de valor clássico sabe, as armadilhas de valor são um inimigo permanente: as empresas que se tornam perdedoras na impiedosa corrida corporativa, não serão capazes de produzir retornos, não importa quão barato foi o seu preço de entrada.

É por isso que a famosa “conversão” para a qualidade de Warren Buffett, que não se importa somente em comprar ativos porque estão baratos, gerou a sua fase mais prolífica. Talvez, mesmo sem saber que ele também estava se convertendo para a escola GARP.

Se voltar para a qualidade é um caminho que muitos investidores de valor quantitativos clássicos, como esta casa, fizeram. Isso não quer dizer que nós não prestamos atenção para o valuation, pelo contrário. Mas quer dizer que em diferentes companhias iremos procurar diferentes trajetórias para a vitória: nós poderemos estar dispostos a pagar um pouco mais, desde que haja um correspondente aumento em qualidade e crescimento potencial.

O ideal, é claro, seria uma empresa com alta qualidade e em crescimento com múltiplos depreciados. Mas normalmente, o que é ideal, não é encontrado na vida real, exceto em raras circunstâncias.

Portanto, uma comum “sessão dos sonhos” para essa casa é pensar sobre o futuro das empresas em nosso portfólio. Como será o desempenho de Anta nos próximos 10 anos? Da Match? Ou Minerva?

Alguns dos nossos investimentos passados foram claramente mais focados em convergência de múltiplos e valuation (Brasken obviamente, e recentemente VTB, o segundo maior banco da Rússia) e em outras vezes pagamos um premium moderado por alta qualidade (Anta, Match Group).

Cada caso é diferente, mas se tivéssemos que dividir, nós colocaríamos a estratégia de convergência de valor para os investimentos dessa casa em Brasken, VTB, Minerva e Dufry; enquanto em casos como, YY, Match, Log In Yatra, Anta e outros, acreditamos na qualidade e nos prospectos de cada empresa e pagamos múltiplos mais altos.

Obviamente, cada caso tem um diferente racional e em muitos deles há ambos os fatores, qualidade e preço baixo.

Este exercício, para concluir, é tanto sobre ataque (procurando os vencedores de amanhã, que estarão entre os maiores retornos em 2029) quanto defesa (monitoramento constante do nosso portfólio – as ações ainda estão baratas? Seus prospectos são animadores?).

Entre as muitas artes necessárias para investir, estão as artes de observar e monitorar. Como um pintor com diversos pincéis ou um cozinheiro com diversos utensílios, em nosso trabalho, também temos muitas ferramentas. Esta é uma delas.

Equipe FCL.

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

