

Novembro de 2017

O Amazônia FIA teve um desempenho negativo de -2,7% em novembro. Desde o início do Fundo, em setembro de 2012, acumulamos uma rentabilidade positiva de +54,6% enquanto o Ibovespa teve um desempenho positivo de +16,6% no mesmo período.

Nesta carta, falaremos brevemente sobre a contabilidade tradicional e como mudanças nos modelos de negócios das empresas traz desafios para o investidor que se utiliza da leitura dos balanços das empresas em suas análises.

Na entrevista, os professores afirmam que a métrica contábil mais popularmente usada, o “lucro líquido contábil”, perdeu a sua validade e que, mesmo que um investidor tivesse uma máquina que previsse 100% dos resultados das empresas com precisão e antecedência, ele pouco conseguiria se beneficiar destas informações para aumentar o retorno de seus investimentos. Não raro, ativos intangíveis como marcas, investimentos em pesquisa e desenvolvimento, patentes etc. são contabilmente tratados como meros ativos físicos comuns. Não precisamos nem começar a listar as distorções que isso pode causar, mas é intuitivo dizer que essas métricas estão em tempos verbais diferentes.

Por isso, é cada vez mais comum que nós analistas usemos métricas de lucros ajustadas, como o lucro caixa, “owner’s earnings” ou “earnings power”, onde buscamos expurgar tais distorções e trazer à luz a saúde e direção dos negócios analisados.

Para trazer para o campo da realidade, vamos dar dois exemplos de como as métricas de contabilidade tradicionais podem levar a diferentes erros.

A Amazon talvez seja “A Empresa” da última década, aquela que mudou o rumo do varejo (seja ele tradicional ou online) ao criar a “loja de tudo” mais popular do mundo, com valor de mercado superior a US\$500 bilhões. Curiosamente, a Amazon reportou prejuízos contábeis e lucros insignificantes por diversos anos, já que ela priorizou fortemente investimentos em tecnologia, em logística e em ações que aumentassem a satisfação e retenção de seus clientes e usuários, mesmo que isso dizimasse seus números contábeis de curto prazo.

Já as construtoras brasileiras de capital aberto estão no outro lado deste espectro, pois durante muito tempo reportaram ótimos resultados e margens, mas a virada do ciclo econômico brasileiro acabou evidenciando o quão frágeis eram aqueles balanços, sob a ótica do investidor. Os lucros e margens contábeis dos tempos dourados guardavam pouca relação com a geração de caixa da empresa. De forma geral, independentemente de sua qualidade, as empresas líderes do setor diminuíram seu tamanho e capacidade operacional para menos da metade do que eram no passado recente.

Os exemplos acima são, na verdade, dois exemplos reais de erros que cometemos nesses últimos 5 anos de gestão.

Cometemos o erro de comprar ações da IBM ao invés da Amazon, porque na época preferimos a empresa que tinha a “foto” mais bonita, com um balanço aparentemente mais saudável e conservador. Nem precisamos dizer que o “filme” da Amazon contava muito mais do que uma foto individual e acabamos trocando um retorno estelar por um apenas mediano.

No caso das construtoras, tomamos o cuidado de escolher uma das melhores do setor (Helbor), com gestores competentes, bom histórico de execução, balanço limpo, lucros crescentes e margens constantes. Mesmo assim, seu balanço não dava pista alguma da hecatombe que estava por vir (seja por conta dos distratos ou queda de vendas) e acabamos amargando perdas com ações desta empresa, que hoje é apenas uma sombra do que foi na última década.

Para não desanimar nossos cotistas, ressaltamos que erros como esses foram poucos e, felizmente, a grande maioria de nossas escolhas de investimentos foi bem-sucedida e tivemos bons retornos. Ainda assim, vez ou outra, essas lições devem ser humildemente lembradas, pois são elas que pavimentarão nossa performance do futuro.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	Fundo*									5,7%	1,8%	9,5%	3,9%	22,3%	22,3%
	Ibovespa									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	Fundo*	0,6%	3,5%	6,9%	-4,2%	0,3%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	5,8%	0,4%	-0,5%	-6,3%	-3,1%	18,5%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	Fundo	-4,0%	1,1%	7,0%	1,7%	-2,7%	-0,8%	-0,3%	4,5%	-3,9%	0,0%	-1,0%	-5,6%	-4,7%	12,9%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015	Fundo	-2,4%	4,4%	1,8%	0,5%	-5,4%	-0,7%	1,1%	-5,7%	1,3%	2,1%	0,9%	0,5%	-2,0%	10,6%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-29,8%
2016	Fundo	-2,1%	1,1%	4,4%	1,4%	-0,7%	0,4%	5,7%	0,2%	2,5%	3,0%	-2,0%	-0,6%	13,6%	25,7%
	Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	-2,4%
2017	Fundo	2,6%	2,9%	1,4%	3,2%	2,2%	0,1%	2,6%	5,0%	3,9%	0,0%	-2,7%		23,0%	54,6%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%		19,5%	16,6%

* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2017	(R\$ mi)				
Odontoprev**	8.170	297		28x	NA	4%	6%
Linx	3.390	140		24x	35%	2%	5%
Wilson Sons	2.900	287		10x	20%	4%	5%
Ambev	326.000	13.091		25x	30%	2%	5%
São Carlos	2.190	85		26x	25%	2%	4%
Lojas Americanas***	23.100	NA		NA	30%	0%	4%
Berkshire Hathaway	1.600.500	66.000		24x	11%	0%	4%
SLC	2.240	150		15x	12%	3%	4%
Raia Dograsil	28.800	537		54x	35%	1%	1%
Outros							34%
Caixa							28%
Média - Carteira				19,8x	20%	2%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				14,2x	14%	2%	

* Universo de 122 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

** ROE verdadeiro de Odontoprev é altíssimo, sendo um número difícil de ser representado

*** Lucro contábil atual está poluído pela participação em subsidiárias e não reflete a situação da companhia

Um grande abraço,

Diogo e Helio