

Março de 2019

O Amazônia FIA teve um desempenho positivo de +3,8% em março. Desde o início do Fundo, em setembro de 2012, acumulamos uma rentabilidade positiva de +90,5% enquanto o Ibovespa teve um desempenho positivo de +54,6% no mesmo período.

Desde o final de 2018, devido à forte valorização das ações da Linx, a carteira do fundo ficou com uma exposição considerável neste investimento. Já falamos em cartas recentes sobre o nosso entusiasmo com esta tese. Falamos também, de forma mais passageira, sobre o nosso desconforto com o fato deste investimento ter, passivamente, se tornando muito relevante em nossa carteira, atualmente ao redor de 20%. Nesta carta aprofundaremos mais neste tema.

Coincidentemente, o blog [Valor Intrínseco](#) postou um estudo do JP Morgan chamado “*The Agony and the Ecstasy: The Risks and Rewards of a Concentrated Stock Position*” que trata do tema “concentração de carteira de ações” fazendo uma análise de décadas do desempenho de milhares de ações e índices do mercado americano.

Já adiantando o final da história, o estudo conclui que, na maioria das vezes, a concentração traz um risco desproporcional que não é acompanhado de um excesso de retorno. Apesar dos grandes feitos e fortunas terem sido resultados de “carteiras” extremamente concentradas, esses grandes vencedores são uma pequena minoria. Infelizmente, não dá para traçar padrões consistentes que ajudem a identificar com antecedência quais serão as grandes vencedoras – Amazon, Apple ou Netflix eram apenas sonhos há alguns anos.

Desde 1980, o risco de uma perda significativa de valor (em torno de 70% de queda com relação ao pico de preço) é de impressionantes 40% no universo do Russell 3000. Ou seja, nas últimas décadas, 4 em cada 10 empresas do índice perderam 70% do valor e nunca mais se recuperaram. Outro dado interessante é que, desde 1980, mais de 300 empresas foram excluídas do S&P 500 por motivos de stress financeiro, falência etc. Mais um dado para nos mostrar o quanto é difícil para uma empresa se perenizar em um ambiente competitivo, livre e inovador.

1

Em momentos de otimismo e bonança, muitas empresas parecem menos arriscadas do que realmente são. Mas basta uma virada no vento para que as rachaduras apareçam. Obviamente que aqui no nosso mercado não faltam bons exemplos. Há alguns anos, tivemos esta dolorosa lição na prática, quando investimos na incorporadora Helbor, considerada uma das empresas mais eficientes do mercado. O setor passou por alguns anos nebulosos e a Helbor se mostrou muito mais frágil do que aparentava, sofrendo um revés atrás do outro. Suas ações caíram mais de 80% do seu pico e nunca mais se recuperaram.

É também enorme a lista de “forças” exógenas às empresas que podem dar errado. Para citar alguns exemplos: inovações tecnológicas; mudanças radicais nas preferências dos clientes; mudanças rápidas no ambiente competitivo; violações de propriedade intelectual; mudanças de políticas de subsídios; mudanças nos regimes de impostos; mudanças na interpretação de regras antitruste; fraude por funcionários não-executivos, entre muitos outros.

Com tantos pontos contra a concentração da carteira, por que ainda insistimos em ter 20% do nosso portfólio em apenas uma ação? A resposta não é simples e a discussão sobre o tema é constante, mas acreditamos que a Linx tem grandes chances de estar no restrito grupo das vencedoras no longo prazo. Nosso entusiasmo aumenta à medida que a empresa vai detalhando a evolução dos novos projetos¹ e que interagimos mais com a empresa e a indústria. A oportunidade parece grande e a previsibilidade da sua execução melhora a cada mês.

Nós somos acionistas da Linx desde abril de 2015. Nestes quatro anos, a Linx levantou capital em uma nova oferta de ações, comprou uma dezena de empresas e deixou de ser uma empresa de software de frente de caixa para uma solução completa para o varejista que engloba loja física, retaguarda, omnichannel, e-commerce e, mais recentemente, pagamentos. Obviamente, de fora da empresa, era impossível prever o que estava por vir nestes quatro anos. A compra da Chaordic e da Neemu, no final de 2015, foi um divisor de águas para a Linx e nos deixou com muitas dúvidas na época. Em uma primeira avaliação, as aquisições não faziam sentido e eram muito diferentes do que a Linx vinha fazendo. O tempo mostrou que os executivos estavam corretos e a empresa estava se preparando e apontando para o futuro do varejo. O Linx Pay também é um grande marco e divisor de águas para a Linx, mas desta vez, a avaliação

¹ Ler nossa carta de [Outubro/18](#) para mais detalhes

é que faz total sentido e se encaixa perfeitamente com a estratégia da empresa. Talvez seja essa a razão para a nossa confiança na empresa. Em outras palavras, comparativamente, a transformação em 2015-2016 foi muito maior e mais desafiadora para a Linx do que a transformação atual.

Isso tudo não exclui os riscos de execução da empresa e o risco de estarmos completamente equivocados. Buscamos constantemente proteger essa posição com derivativos, mas, por enquanto, os preços continuam abusivos.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield*	Participação na Carteira
		2019	(R\$ mi)				
Linx	6.025	190		32x	35%	1%	20%
Lojas Americanas	27.216	1.050		26x	30%	0%	7%
São Carlos	1.991	102		20x	25%	3%	4%
Odontoprev*	8.867	320		28x	NA	4%	4%
Berkshire Hathaway	1.953.900	105.039		19x	11%	0%	4%
Fleury	6.496	392		17x	25%	3%	3%
Wilson Sons	2.807	290		10x	20%	4%	3%
Eneva	5.858	391		15x	7%	0%	2%
Valid	1.369	130		11x	14%	5%	2%
Multiplan**	13.943	745		19x	14%	3%	2%
Hapvida	20.723	876		24x	35%	1%	1%
Raia Dograsil	21.339	578		37x	35%	1%	0%
Ambev	264.500	13.700		19x	30%	3%	0%
Outros							32%
Caixa							17%
Média - Carteira				24,7x	25%	2%	
Média - Bolsa Brasileira				15,0x	12%	2%	

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

** Usamos FFO como proxy de lucro líquido

		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%	4,4%	28,4%	61,4%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%	23,8%
2018	Fundo	1,2%	-1,8%	3,4%	1,5%	-5,1%	-2,5%	1,8%	-1,5%	-2,4%	10,7%	3,9%	3,2%	11,9%	80,6%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%	42,4%
2019	Fundo	3,1%	-1,4%	3,8%										5,5%	90,5%
	Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%										8,6%	54,6%

* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FICFIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FICFIA. 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 FICFIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio

É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento dos fundos pelo investidor antes de tomar a decisão de aplicar seus recursos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito - FGC. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Amazônia Capital não se responsabiliza por quaisquer decisões tomadas tendo como base os dados deste documento. As informações aqui contidas têm caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos ou oferta para aquisição de valores mobiliários. Os investimentos em fundos de investimento e demais valores mobiliários apresentam riscos para investidor. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento.