

## Maio de 2015

O Amazônia FIC FIA teve um desempenho de -5,4% em abril. Acumulamos uma queda de -1,3% em 2015, comparado com o desempenho de 5,5% do Ibovespa.

Como escreveu um dos maiores gestores de investimentos do Brasil após um período de retornos baixos: "Quem ganha, ganha... e quem perde, explica"

Normalmente, escrevemos cartas com um caráter mais "filosófico", buscando passar para o(a)s cotistas nossas fontes de inspiração e como construímos nosso modelo mental de investimento. Porém, desta vez, achamos válido comentar de forma mais detalhada nossa visão sobre a história e performance recente da Amazônia Capital. Desde o começo do fundo, nossa cota se valorizou 11,5% e, mesmo tendo batido a bolsa por 26 pontos percentuais, este retorno está aquém do que esperamos para o nosso fundo no longo prazo. Os últimos anos foram difíceis no Brasil, e este não está sendo diferente. Por isso gostaríamos de dividir o nosso entendimento dos fatos.

**Empresas que já desinvestimos.** Como nosso horizonte de investimentos é longo, é de se esperar que levemos tempo para completar um ciclo de investimento, pois o objetivo é justamente "ser sócio" de boas empresas, que trabalharão por nós para compor o retorno ao longo do tempo. Entretanto, às vezes, o movimento de recuperação do preço das ações acontece de forma muito rápida e acabamos realizando o lucro antecipadamente, como foi o caso de Bematech e Iguatemi; ou os fundamentos da empresa pioram e a nossa tese de investimento deixa de ser válida, como foi o caso da Natura. Segue um resumo destes investimentos:

	Varição do Preço das Ações	Dividendos Recebidos	Retorno Total Anualizado	Período de Investimento (anos)
Bematech	40%	2%	127%	0,4
Iguatemi	14%	2%	24%	0,7
Natura	0	5%	6%	0,8
<b>Médias dos desinvestimentos</b>	<b>18%</b>	<b>3%</b>	<b>52%</b>	<b>0,6</b>

O desempenho dos dois primeiros investimentos foi muito bom; no caso de Bematech, acima do inicialmente esperado por nós. Vale destacar que, apesar de julgarmos que erramos na avaliação inicial, não perdemos dinheiro com Natura<sup>1</sup>.

**Investimentos atuais.** Das oito empresas que compõem nossa carteira atual, sete apresentaram crescimento relevante de seus lucros desde que fizemos o investimento. Além disso, geraram caixa e distribuíram dividendos, o que nos gerou uma renda de aproximadamente 6% no período.

*	Varição do Lucro Líquido (a)	Dividendos Recebidos	Varição do Preço das Ações (b)	Período de Investimento (anos)	Delta (a) - (b)
Itaú	71%	10%	54%	2,6	17%
Banco Daycoval	27%	14%	-16%	2,5	43%
Guararapes	19%	2%	-29%	0,8	48%
Abril Educação	20%	0%	22%	0,4	-2%
IBM**	34%	10%	26%	1,5	8%
Linx	16%	0%	0%	0,1	16%
Helbor	-50%	10%	-65%	2,5	15%
Wilson Sons	14%	4%	7%	0,4	7%
<b>Média simples</b>	<b>19%</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>1,3</b>	<b>19%</b>

\* Números relativos aos investimentos durante o período que estão em nossa carteira.

\*\* Variação do lucro líquido em R\$

<sup>1</sup> Não perdemos dinheiro em Natura porque a empresa pagou bons dividendos no período e, principalmente, porque conseguimos nos proteger contra a queda das ações comprando *puts* - a nossa política de fazer "seguros" recorrentes se pagou neste caso.

De forma simplificada, o composto do lucro das empresas investidas por nós cresceu 19% em um período médio de um ano e meio. O esperado seria as ações se valorizarem igualmente 19%, apenas para acompanhar a evolução de seus lucros. Somado a isso, uma vez que julgamos ter comprado estas ações com descontos consideráveis em relação ao seu valor justo, esta correção deveria ter sido ainda maior. Neste intervalo, no entanto, o desempenho médio das ações foi de 0%.

### O que pode ter acontecido?

**Preço.** A diferença entre desempenho da ação e desempenho operacional das empresas pode ser uma indicação de que compramos as ações a preços elevados e, mesmo com o bom desempenho operacional alcançado, os resultados foram aquém das expectativas do mercado.

**Pessimismo e exageros.** Os últimos anos foram particularmente ruins para o Brasil nos campos político, econômico e social. O nível de pessimismo do brasileiro está nas alturas e obviamente isto se reflete nos preços dos ativos, de forma geral.

**O futuro será pior.** Uma outra possibilidade é que o pior está por vir e que as empresas terão cada vez mais dificuldade em manter sua capacidade de gerar lucros, e o retorno marginal de seus investimentos irá cair.

### A nossa visão...

**Preço.** A tese de que compramos “caro” é enfraquecida quando olhamos o múltiplo médio das ações de nossa carteira: são negociadas a aproximadamente 8 vezes seus lucros anuais, um número notavelmente baixo (i) comparado ao múltiplo médio do universo de 180 empresas brasileiras de capital aberto disponíveis para negociação, aproximadamente 17 vezes, e (ii) especialmente considerando a qualidade dos ativos em que investimos.

**Pessimismo e exageros.** Aqui, vale dizer que compartilhamos o pessimismo do mercado e estamos cientes da dura realidade do país. Entretanto, não compartilhamos a generalização e o exagero, que geram distorções relevantes nas avaliações de risco e retorno. Quando observamos, por exemplo, as ações do Banco Itaú (uma empresa sólida, com vantagens competitivas muito claras e capacidade contundente de geração de lucro) negociadas a apenas 8 vezes o seu lucro anual, identificamos um exagero e, portanto, uma boa oportunidade de investimento.

**O futuro será pior.** Esta explicação, irmã da anterior, é de fato com o que devemos nos preocupar. A melhor forma de se defender deste risco é priorizar a qualidade, ou seja, investir em empresas sólidas, bem geridas e que sejam bem posicionadas em mercados com dinâmicas competitivas saudáveis.

### Então esta é a bola que não podemos tirar o olho

O nosso único foco é investir em empresas que **preservarão ou aumentarão suas capacidades de geração de lucro, independentemente do cenário econômico.** Como descrito acima, as nossas investidas gozam de boa saúde financeira, estão pagando dividendos e vem apresentando um bom ritmo de crescimento. Constantemente nos questionamos se tal dinâmica continua intacta e buscamos identificar empresas que, preferencialmente, sairão desta tempestade em uma posição competitiva melhor do que entraram.

Seguem abaixo alguns comentários sobre as nossas empresas investidas:

## Banco Itaú

O Itaú continua sendo o maior banco do Brasil<sup>2</sup>, gera quase 40% de todo o lucro do setor, tem a marca mais valiosa do país e continua investindo pesado em tecnologia, eficiência e gestão. Além disso, nos últimos 4 anos, o Itaú adotou uma postura mais conservadora em sua política de crédito<sup>3</sup>. Mesmo assim, conseguiu expandir seu nível de rentabilidade. Isso é resultado de um rígido controle de custos, investimentos em tecnologia e o crescimento de outros negócios não relacionados a crédito, como seguros, previdência, aquisição, etc.

O mar está turbulento, é fato. Mas, mesmo com aumento de impostos, inesperados calotes provenientes das empresas envolvidas nos escândalos de corrupção, desemprego em alta e uma economia cambaleante, o Itaú nos parece hoje mais seguro e eficiente do que era há 5 anos. Quando pensamos na próxima década, enxergamos uma instituição ainda mais consolidada, com resultados menos voláteis e tão rentável quanto hoje.

## Banco Daycoval

O Banco Daycoval continua operando como sempre, ou seja, com excesso de conservadorismo. Os donos são competentes, presentes e tem uma disciplina de trabalho invejável. Assim como o Itaú, o Daycoval aproveitou os últimos anos para reduzir o risco de sua carteira, diminuindo o *ticket* médio de seus empréstimos, aumentando a sua carteira de crédito consignado e construindo um “colchão” de provisões para a provável piora da economia.

Para o futuro, nossa visão é que o banco continuará rentabilizando seu capital a taxa média de 15% ao ano. Considerando que atualmente o banco está precificado a um desconto de mais de 30% em relação ao seu patrimônio líquido, o carregamento deste investimento é próximo de 21,5% ao ano<sup>4</sup>. De forma bem simplificada, investir em Daycoval neste nível de preço é como comprar um real por setenta centavos.

## Guararapes – Riachuelo

3 A Riachuelo vem cumprindo o que esperávamos em termos de crescimento de receita e lucro, ainda que de forma pouco “ortodoxa” para uma empresa de vestuário - o cartão Riachuelo (Financeira) está indo muito bem, mas, por enquanto, a loja Riachuelo ainda está aquém do seu potencial. Acreditamos que essa situação é passageira e que o *core* da Riachuelo prevalecerá.

Ao mesmo tempo, em seu segmento, há uma “pedra no sapato” chamada Lojas Renner. A Renner apresenta resultados como se estivesse na China (tanto na financeira quanto nas lojas) e, trimestre após trimestre, mostra o quanto a Riachuelo poderia ser melhor, principalmente, em termos de vendas. A atual administração já foi capaz de reinventar essa companhia nos últimos anos (grandes reformas em marketing, comunicação, logo, logística, eficiência operacional, produto, produção etc.) e parece possuir as competências necessárias para evoluir no quesito vendas também. Vale mencionar que o lucro dos últimos 12 meses da Renner e da Riachuelo foi praticamente o mesmo (ao redor de R\$500 milhões), entretanto, o valor de mercado da Renner é de R\$14 bilhões *versus* R\$4 bilhões da Riachuelo. Se a Riachuelo continuar evoluindo nos seus negócios como o fez nos últimos 5 anos, esta diferença deveria diminuir.

Um dos pontos mais importantes desta tese de investimento é o fato de que as maiores redes de varejo de vestuário (Riachuelo, Renner e C&A) abocanham menos de 15% do mercado. Essa fatia já apresenta tendência a aumentar, com a abertura de novas lojas em um ritmo acelerado e crescimento de receitas a taxas superiores a 20% ao ano. As dificuldades da crise atual evidenciarão ainda mais suas vantagens competitivas com relação a produtos (preço, moda e qualidade), pontos de vendas, tecnologia de varejo, capacidade de financiar seus clientes etc.

<sup>2</sup> Em termos de patrimônio líquido

<sup>3</sup> O banco aumentou a parcela de crédito para grandes empresas, crédito consignado e crédito imobiliário.

<sup>4</sup> E metade deste retorno se paga via dividendos. Além deste carregamento positivo, pensamos que em algum momento o preço das ações do banco deverá, no mínimo, convergir para o valor de seu patrimônio líquido, gerando assim um retorno ainda maior para nós acionistas.

## Abril Educação

A empresa segue evoluindo tanto em receita como em lucratividade em seus segmentos mais promissores de escolas e sistemas de ensino. Suas marcas fortes, como Anglo, pH e Motivo continuam retendo e atraindo novos alunos e escolas. A dinâmica competitiva destes mercados é positiva, e a empresa não tem dificuldade em repassar anualmente inflação a seus preços. Vemos a Abril atuando como consolidadora deste setor nos próximos anos, o que pode torna-la uma empresa muito maior do que é hoje.

Ademais, o primeiro trimestre deste ano mostrou números positivos de sua unidade de negócio mais questionável, a de idiomas. A empresa conseguiu reverter a tendência de perda de alunos, e o lucro da unidade cresceu 26%. Dadas as características positivas do mercado em que atua, identificamos poucas chances de surpresas desagradáveis.

## IBM

A IBM continua no meio do seu processo de reinvenção: afastando-se de produtos e serviços de menor proposta de valor (em que a briga se dá quase que exclusivamente por preço) e aumentando a parcela de produtos e serviços mais atraentes e rentáveis, a saber: *cloud, analytics, watson, mobile, smarter planet* etc. O caminho a ser percorrido está claro, e a liderança parece ter o foco e competências necessárias para este momento especial na história da IBM.

Enquanto esperamos os resultados aparecerem nos números, coletamos bons dividendos, apreciamos a sociedade com Warren Buffett no investimento e nos beneficiamos de carregar um ativo precificado em dólar. Esse último ponto, aliás, tem sido muito importante para a composição da nossa carteira.

## Linx

Escrevemos com detalhes sobre esta tese de investimento na nossa última carta. Para quem ainda não teve a oportunidade, recomendamos a leitura ([link](#)).

## 4 Helbor

O investimento em Helbor foi o único erro do fundo – um erro custoso, mas acompanhado de aprendizados valiosos. Falhamos principalmente em dois aspectos: a alta concentração deste investimento na carteira e a falha em identificar a forte retração que o setor de construção civil viria a sofrer.

A Helbor tem um dos melhores times de executivos do setor e continua sendo destaque em termos de rentabilidade, produto e solidez financeira. Talvez estes aspectos positivos tenham nos causado uma certa miopia com relação aos riscos e desafios que estavam por vir para esta indústria. Sabemos que novos erros virão, mas estamos empenhados em tirar todas as lições possíveis desta experiência.

O caso Helbor ainda será tema para uma próxima discussão. O que vale dizer no momento é que, no início do ano, decidimos reduzir de forma substancial a posição e hoje, qualquer variação no preço da ação, não terá impactos relevantes na nossa cota.

## Considerações finais

### Benefícios de começar no momento atual

Há benefícios em termos começado nosso fundo numa fase em que o Brasil se encontra em uma situação tão complicada. Em momentos assim, os erros são escancarados, somos forçados a pensar mais, contestar teses de forma mais profunda e realista. É desta forma que aprimoramos e amadurecemos nossa metodologia de estudos de investimentos, alocação de portfólio e gestão de risco – e o mais importante: desenvolvemos um gosto ainda maior por investir em ativos de qualidade. Esta é uma herança bendita destes tempos difíceis que nos acompanhará nas décadas por vir.

## O que fazer?

Claro que não é agradável ter nosso dinheiro rentabilizando abaixo do que pretendemos, principalmente com a taxa de juros no Brasil pagando atrativos 13,75% ao ano. É por isso que sempre repetimos e reafirmamos o mantra da paciência e do longo prazo para ser bem-sucedido investindo em ações. Este é o momento de pô-lo em prática.

Nós, sócios da Amazônia, estamos aproveitando o momento para investir mais. Estamos satisfeitos com a qualidade das empresas da nossa carteira e com os seus desempenhos operacionais recentes. Entendemos que, cedo ou tarde, os preços dos ativos irão convergir para seus fundamentos. Não se pode prometer ou prever quando haverá tal correção, assim como não há garantia de que o sol nascerá amanhã ou que choverá em março em São Paulo, mas a história nos diz que estas coisas sempre acontecem.

Felizmente, temos atraído novos investidores, e os nossos cotistas, de forma geral, tem adotado uma postura similar a nossa, aumentando gradualmente seus investimentos. Por isso, somos muito gratos e nos esforçamos sinceramente para atender às expectativas.

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
		2015	(R\$ mi)				
Itaú	189.900	22.000		8,6x	23%	3%	30,5%
Guararapes	4.430	500		8,9x	20%	3%	13,0%
Daycoval	1.876	400		4,7x	15%	11%	11,9%
Abril Educação	3.226	200		16,1x	40%	2%	10,3%
IBM	537.600	50.560		10,6x	72%	5%	9,2%
5 Linx	2.312	115		20,1x	40%	2%	8,6%
Helbor	593	150		4,0x	12%	17%	1,8%
Outros							1,7%
Hedge							4,9%
Caixa							8,0%
<b>Média - Carteira</b>				<b>8,8x</b>	<b>26%</b>	<b>4%</b>	
<b>Mediana - Bolsa Brasileira*</b>				<b>16,5x</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	

\* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

\*\* considerando recompra de ações

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	<b>Fundo*</b>									<b>5,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>
	<b>Ibovespa</b>									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	<b>Fundo*</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>18,5%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-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	<b>Fundo</b>	<b>-4,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,9%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-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	<b>Fundo</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-5,4%</b>								<b>-1,3%</b>	<b>11,4%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%								5,5%	-14,5%

\* 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.

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.