

Conversas com Gestores

AMAZÔNIA

A reprodução indevida, não autorizada, deste relatório ou de qualquer parte dele sujeitará o infrator a multa de até 3 mil vezes o valor do relatório, à apreensão das cópias ilegais, à responsabilidade reparatória civil e persecução criminal, nos termos dos artigos 102 e seguintes da Lei 9.610/98

Amazônia Capital

O valor de analisar o passado e abrir mão da loteria das previsões

Diogo Lisa de Figueiredo e Helio Kwon atuam juntos analisando empresas, sentados um perto do outro. É assim praticamente desde 2007. Mas fora a proximidade no escritório, não há a semelhança entre a rotina atual e aquela de quando eles se conheceram, há sete anos, na Rio Bravo. Nada de reuniões longas, cafezinho ou burocracias inerentes a uma grande gestora de recursos. Hoje Diogo e Helio, sócio-fundadores da Amazônia Capital, acreditam em tranquilidade e qualidade de trabalho para entregar aos cotistas um retorno de 20% ao ano no longo prazo.

Antes em um fundo de R\$ 800 milhões, eles agora administram R\$ 3,5 milhões e adotam um estilo de análise diferente. Em vez de gastar horas em frente a uma planilha Excel modelando uma projeção para daqui dez anos, Diogo e Helio passam 95% do tempo estudando o passado de empresas e setores. Se uma empresa ultrapassou obstáculos lá atrás, faz sentido crer que terá êxito novamente.

Além da análise minuciosa focada em comprar ações de empresas que negociam abaixo do preço considerado justo, o fundo Amazônia utiliza uma política de proteção da carteira, hoje com seis ações. Amparada na experiência de Diogo com derivativos, a estratégia consiste em adquirir opções de venda das ações, para vencimento em 12 meses, com preço igual ao pago no mercado à vista.

É um “seguro de carro” para blindar o fundo no qual hoje 90% do patrimônio é dos sócios. Sem ambição de virar uma gestora enorme, o objetivo é performance. “Eu quero que outras pessoas coloquem dinheiro no fundo para ganhar dinheiro junto

comigo. Eu não quero ter uma estrutura de R\$ 1 bilhão. Queremos fazer R\$ 100 milhões virar R\$ 1 bilhão”, diz Diogo em entrevista à Empiricus.

Cientes do tempo que geralmente leva para uma empresa mal precificada no mercado retomar o valor justo, eles confiam no sucesso no longo prazo, ou seja, estão olhando para um período superior a cinco anos.

“No longo prazo queremos ter um retorno absoluto de 20% ao ano. Não faz o menor sentido ganhar performance do nosso cotista porque subimos 8% e o Ibovespa subiu 2%. Nenhum deles terá um retorno absoluto decente”, comenta Helio sobre a meta do fundo de entregar inflação mais 6%.

“Tudo o que fazemos aqui não é para se adaptar ao mercado. É o que fazemos com o nosso dinheiro. Queremos convidar pessoas que gostam do que fazemos com nosso dinheiro para vir conosco. Isso é o mais responsável que poderíamos fazer”, observa Diogo, que resume a convicção do fundo na seguinte frase de Benjamin Graham:

“O ato de investir é aquele que, através de uma análise minuciosa, compromete-se à preservar o principal e gerar um retorno adequado.”

É este veículo de investimento que apresentamos nesta edição da série Conversas com Gestores. Além de detalhar a filosofia de investimento do fundo e o processo de seleção de ações, os sócio-fundadores da Amazônia Capital falaram sobre quatro cases importantes da carteira atual. E a equipe da Empiricus carimbou as análises.

:. Conheça o fundo pág. 3

:. Entrevista pág. 5

:. Estratégias da Amazônia Capital pág. 13

:. Análise Empiricus pág. 21

:. Evolução dos fundos da série “Conversas com Gestores” pág. 24

Conheça o fundo Amazônia FIC FIA

Por meio de uma análise minuciosa de empresas, o fundo busca preservação do valor investido e tem objetivo de retorno nominal de 20% ao ano no longo prazo. Os gestores usam hedge visando proteger a carteira de quedas generalizadas.

Tamanho – Patrimônio líquido de R\$ 3,5 milhões.

Aplicação mínima – R\$ 50 mil. O público-alvo são investidores qualificados.

Resgate – A data de conversão de cotas é o 15º (décimo quinto) dia corrido posterior à solicitação de resgate. O pagamento será feito no 3º (terceiro) dia útil subsequente à data de conversão de cotas. A conversão de cotas também poderá ocorrer no 4º (quarto) dia útil subsequente à solicitação de resgate mediante pagamento de taxa de saída de 5% sobre o montante a ser resgatado.

Taxa de administração – 2,00% ao ano.

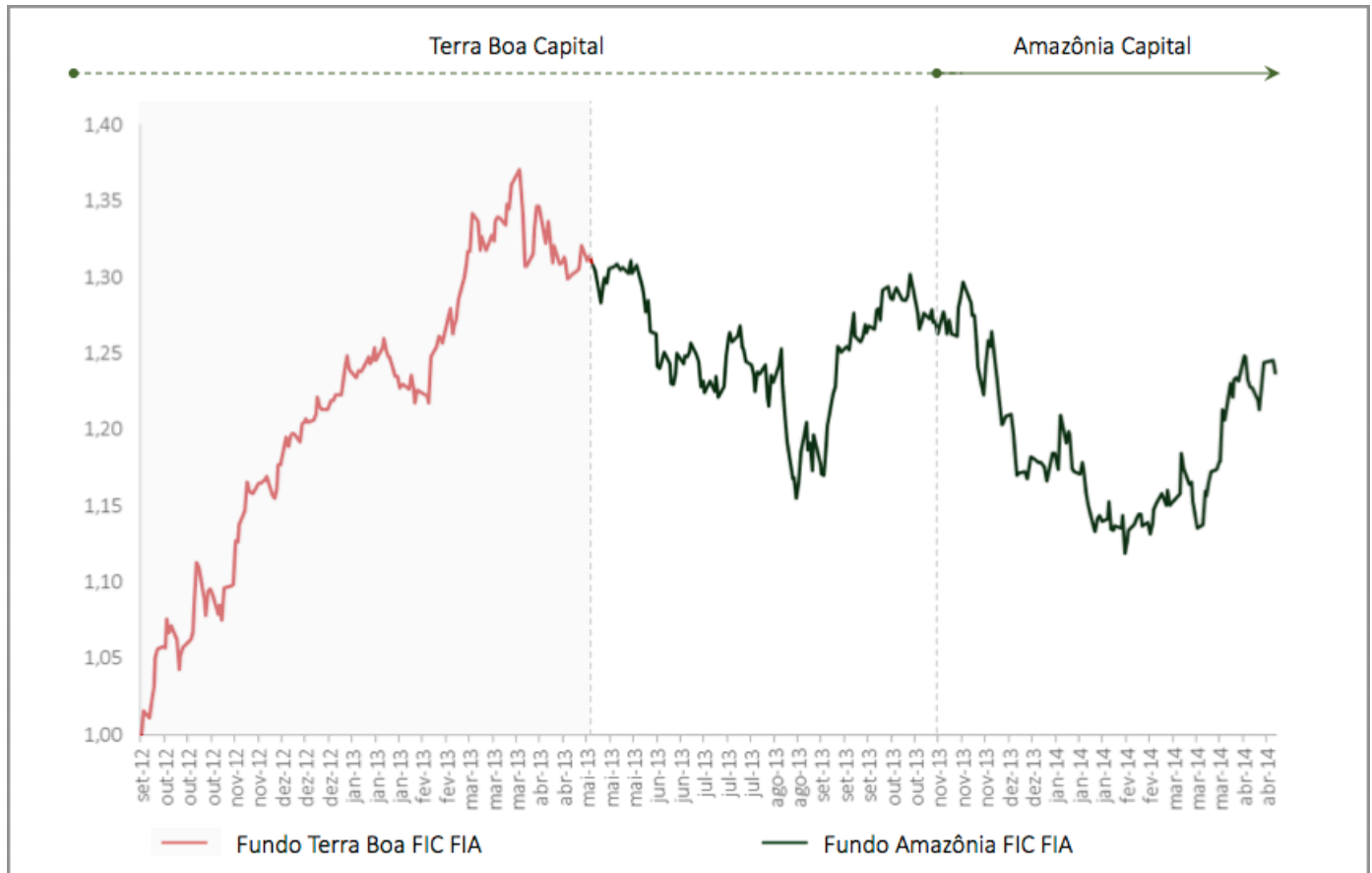
Taxa de performance – 20% sobre o que exceder o IGP-M + 6%.

Categoria Anbima – Ações Livre.

Administrador – BTG Pactual Serviços Financeiros.

Custodiante – Banco BTG Pactual.

Histórico – (gráfico abaixo)



- Em setembro de 2012, o atual gestor da Amazônia Capital participa da criação do Terra Boa FIC FIA.
- Em 2013, os sócios da Amazônia Capital se desligam da Terra Boa. Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA é cindido, dando origem ao Amazônia FIC FIA.
- Em novembro de 2013, o Amazônia FIC FIA passa a ser gerido pela Amazônia Capital.
- O Amazônia FIC FIA acumula alta de 4,4% em 2014, ante queda de 0,1% do Ibovespa.

Fonte: Amazônia Capital

Veja os principais trechos da conversa entre a Empiricus e os sócios da Amazônia Capital Diogo Figueiredo e Helio Kwon

Como foi o surgimento da Amazônia Capital?

Diogo Figueiredo: Eu trabalhei na corretora Ativa como sales de derivativos de ações. Saí de lá para trabalhar na gestora Rio Bravo, no fundo Fundamental, em 2007. Quando cheguei nesse fundo de ações, ele tinha R\$ 30 milhões. O fundo prosperou bastante e estava com quase R\$ 800 milhões quando saí, cinco anos depois.

Na ocasião da minha chegada na Rio Bravo, o Helio Kwon também foi contratado, em julho de 2007. Ficamos muito amigos, trabalhávamos muito próximos.

O Rio Bravo Fundamental é um fundo de valor, longo prazo, e que faz ativismo nas empresas. Eu mesmo cheguei a participar em alguns conselhos fiscais.

Em uma dessas investidas de ativismo, fizemos um projeto de consultoria para a Bematech. E o Marco Tulio Leite Rodrigues, que depois viria ser meu sócio na Terra Boa Capital, foi contratado para fazer essa consultoria. Eu fiquei trabalhando junto com ele e acabamos ficando muito próximos.

Quando eu decidi sair da Rio Bravo - muito mais por motivos pessoais de sentir que tinha dado meu tempo lá -, eu havia acumulado uma poupança razoável porque virei sócio muito cedo. Queria então montar meu fundo. Achava que poderia trazer recursos no longo prazo. Saí da Rio Bravo para montar a Terra Boa.

O Helio havia comentado comigo: “Se você for montar um negócio, quero ir junto.” Dito e feito. E eu também comentei com Marco Tulio, e ele disse que iria colocar dinheiro no fundo. Três semanas depois, o Marco Tulio sugeriu: “Vamos montar uma gestora”. Abrimos. A gestora começou no início de 2012, e o fundo começou em setembro de 2012. Mas não deu certo da forma como estava. Em maio de 2013, houve a cisão dos fundos e nós (Helio e eu) viemos para a Amazônia.

O que nós temos de diferente: não queremos ser uma empresa grande. Queremos ter tranquilidade e sossego para performar bem. Nosso foco é performar. Cerca de 90% do meu patrimônio pessoal está aqui. Eu acredito que nós conseguiremos dar 20% ao ano, e 20% ao ano significa dobrar o capital a cada três anos e meio. Significa que daqui a 12 anos eu terei oito vezes mais dinheiro, e meus cotistas também. Isso gera um alinhamento muito grande entre nós e os cotistas.

Outro ponto que fazemos diferente é comprar as puts (opções de venda) para proteger nossa carteira de ações.

Somos investidor de valor, de longo prazo, estilo Dynamo, Tarpon, M Square. Mas quase todo o meu dinheiro está aqui. Então pensei: vou montar um negócio para 20, 30 anos, não quero passar mal. Por mais que você seja um investidor de longo prazo, se “caírem as Torres Gêmeas”, a Bolsa vai cair 40%, 50%. Tudo vai cair. Eu sei que é marcação a mercado, mas não iria me sentir confortável como gestor de estar 50% mais pobre no meio do ano. E eu já tinha essa experiência com opções na Ativa. Na Rio Bravo eu também cheguei a fazer simulações de hedge dos fundos e propus a estratégia, mas eles não aceitaram.

Eu fiz vários back tests sobre o tema hedge. É impressionante como os números dissolvem aqueles preconceitos de “comprar seguro é ruim”, “quem compra opção está pagando caro”. Escutamos muito essa crítica. Mas a verdade é que a Bolsa não tem uma distribuição normal como o mercado percebe.

Considerando a variação anual do Ibovespa desde 1969 (em dólar até 1994; em real a partir de 1995), chegamos à constatação de que o índice caiu em aproximadamente 40% dos anos. E as quedas têm uma amplitude de aproximadamente 20%.

Então nós gastamos 5% ao ano com a compra de puts para proteger a carteira inteira em um período de 12 meses.

É nisso que acreditamos: através de um análise minuciosa, queremos primeiro preservar o capital e depois dar um retorno adequado ao risco que tomamos (Benjamin Graham). A primeira questão é preservar capital.

Como funciona exatamente essa estratégia de proteção via puts?

Diogo: Fazemos basicamente o seguinte: se temos uma ação a R\$ 10 hoje, compramos uma put de R\$ 10 para daqui um ano. Então, no período de um ano, a nossa queda máxima será simplesmente o que pagamos pela put (seguro).

Limitamos nosso gasto com hedges a 5% do nosso portfólio por ano, montante que na média permite proteger 100% do capital.

No meio do caminho teremos variação maior por conta do delta da put. Então, na marcação a mercado, podemos balançar. Porém, no fim do ano, a verdade está lá, não há quedas bruscas porque estamos protegidos.

Este tipo de estratégia não pode incomodar o investidor qualificado que busca colocar dinheiro em um fundo 100% aplicado em ações?

Diogo: Tudo são escolhas. Temos que fazer o que acreditamos. Nós acreditamos nisso. O que incomoda, sobretudo quando falamos com uma pessoa técnica, é que já

fizemos reunião em que ficamos falando uma hora e meia das puts e dez minutos das ações. É o contrário. Temos 95% em ações, e 5% em puts. Isso aqui é um seguro de carro, só isso. Gostamos de investir em empresas, em ação.

O fundo mantém alguma parte em caixa?

Diogo: Não, por princípio. Poderíamos ter, mas estamos achando muita empresa boa.

Como funciona o dia a dia do fundo?

Diogo: Nós desenvolvemos e aperfeiçoamos as ferramentas de análise e acompanhamento. Decidimos que queremos ter umas 40, 50 empresas bem analisadas. Boas empresas nas quais tenhamos convicção de que desse grupo sempre haverá uma, duas, três, quatro, cinco oportunidades boas para investir.

Hoje já analisamos 17 empresas. Seis estão na carteira. Neste ano provavelmente vamos analisar mais umas sete a dez, ano que vem também mais sete a dez, até chegarmos nestas 40.

Nós temos hoje uma carteira que julgo excelente. Ela não está carente de novos ativos. Detalhe: não estamos presos a regras de setor, concentração em ação e etc.

Imagine que, no limite, tudo estivesse caro e Itaú barato. Eu poderia - não que eu vá fazer isso - comprar tudo em Itaú e comprar o hedge. Minha queda máxima seria 5%, ou seja, você mitiga o risco de colocar tudo em um lugar. De certa forma, sem o hedge, seria loucura comprar tudo em Itaú, por mais que eu acredite na empresa. Mas e se de repente aparecer uma bomba que não foi provisionada no balanço do banco? Ou a decisão do STF sobre a poupança... Eu cairia, no máximo, 5%.

Em nossa rotina de trabalho nós estudamos as empresas. As ideias surgem de conversas ou de nosso filtro que rodamos trimestralmente no qual mapeamos empresas que negociam mais de R\$ 300 mil por dia - não ficamos tão confortáveis em investir com menos do que isso de liquidez.

Ordenamos esse universo de 180 empresas por price to earning, por ROE (retorno sobre o patrimônio líquido), por dividend yield e constância de dividendos. Sempre com números atualizados. Depois colocamos os filtros e começamos a debater. Já conhecemos boa parte da história dessas empresas, então miramos nosso canhão e começamos a análise (uns dois meses de análise). Aprovada entra na carteira. Não aprovada entra em nossa tabela onde trimestralmente ouvimos conference call,

ligamos para as empresas, ajustamos percepção de risco, de acordo com o que está acontecendo.

Qual é o estilo de análise do fundo?

Diogo: Passamos 95% do nosso tempo estudando o que aconteceu no setor e na empresa no passado. Por exemplo, o Helio agora está olhando Ambev. Helio, quantos conference call você escutou de Ambev?

Helio Kwon: Eu li os últimos dez relatórios anuais de Ambev. Por que? Porque acreditamos muito - e imagino que vocês também porque citam bastante o Daniel Kahneman - que o mais importante para entendermos o que vai acontecer com a empresa no futuro é entender o que aconteceu com ela no passado.

Se a empresa foi boa nos últimos dez, 15, 20 anos, a chance de ela ser boa daqui um, dois, três, quatro, cinco anos é muito grande. Ela já se provou desta forma no mercado que atua. É muito difícil esquecer tudo o que aprendeu nos últimos 20 anos. Então a história de uma empresa conta muito sobre o que vai acontecer nos próximos anos. Muito mais do que tentar fazer modelo ou projeção.

Queremos entender o que essa empresa fez em um período de alta inflação, baixo crescimento do PIB, período de retração no mercado consumidor, ou seja, saber a reação dela em vários períodos críticos e qual foi o efeito disso para o resultado.

Entendemos que a chance de uma empresa boa continuar sendo boa é muito grande. E uma empresa ruim continuar ruim é muito grande. Isso parece muito óbvio, mas vemos que muita gente fica apegada a histórias de reestruturação.

Diogo: É que são histórias mais bonitas de contar. Já escutei de tanta gente: “Você precisa ter um case”. Eu não quero ter um case, eu quero ter consistência. Eu quero mandar uma carta ao meu cotista daqui 11 anos não falando do case que fiz reviravolta, mas falando que a cota virou 10. Esse é meu case.

Helio: PDG é um grande exemplo do que acreditamos. Uma empresa ruim, que operou muito mal nos últimos cinco anos no mercado imobiliário por falta de controle, por falta de alinhamento entre executivos e acionistas, enfim há vários exemplos. A chance de isso voltar a acontecer é muito grande. O que mudou nos últimos cinco anos para isso não acontecer mais?

Por isso nós investimos em Helbor. É uma empresa que foi muito consistente desde o IPO (oferta inicial de ações). E muito coerente com o discurso. Uma das grandes lições de casa que fizemos com Helbor foi ler o prospecto do IPO para ver o que ela

falou e o que ela fez desde o IPO. Ela dizia: sou uma incorporadora pura e continuarei sendo; não construirei um tijolo em nenhuma de minhas obras; meu fator crítico de sucesso é realizar boas parcerias nas praças onde atuo, ter o controle das obras, o menor SG&A possível, a margem bruta de 30% e o ROE de 25%. Foi isso que ela fez desde 2007. Qual a chance de isso acontecer em 2014? Altíssima.

Casos de reestruturação são muito raros.

Aprendemos também, desde nossa época na Rio Bravo, que 90% dos analistas do mercado financeiro passam 90% do tempo fazendo modelo. E 10% olhando outras coisas. Queremos fazer o oposto.

Diogo: Nós éramos assim, estávamos entre esses 90%. E agora estamos vendo o outro lado da moeda, trabalhando diferente. Isso inclusive abre espaço para a própria criatividade dos gestores de montar ferramentas de acordo com o que nós acreditamos.

Helio: Não é que todo o mercado está errado. É que queremos gerar retornos diferentes sendo diferentes. Por isso nossa análise é diferente da maioria.

Achamos que o gasto de energia e tempo excessivo em modelo não gera tanto valor. Vamos fazer um exercício rápido de análise de Lojas Renner. Para modelar a Renner nos próximos dez anos eu preciso de alguns inputs: crescimento do PIB, inflação, crédito, Cartão Renner, abertura de lojas, evolução da margem Ebitda... Se você pegar cada um desses eventos e supor que eles são mais ou menos independentes, e supondo que você é um bom analista em tudo isso e acerta em 75% das vezes - o que é raríssimo -, somando a probabilidade de independência de cada um desses fatores, você chegará ao final para fazer a projeção de dez anos da Renner em menos de 20%. A chance de acertar é mínima.

Não seria melhor gastar tempo analisando o que a empresa fez no passado e achar que a probabilidade de ela continuar boa é grande? Essa é nossa cabeça.

Diogo: Nós não fazemos esse tipo de modelo assim, mas nós temos modelo para achar o preço da ação. Fazemos isso depois da análise qualitativa.

Sempre partimos de um custo de capital em reais de NTN-B mais um prêmio mínimo que eu exijo para investir em qualquer ação. A partir daí temos uma escala que vamos adicionando riscos se o setor (crescimento do mercado, nível de competição, resiliência em caso de época ruim) for pior, ou se a empresa (nível de retorno, management) for pior.

Outra forma que gostamos de avaliar se o setor é bom ou não é questionando se esse setor fez muita gente rica no mundo. Vejamos: setor de vestuário, o homem mais rico da Espanha é dono da Zara, o mais rico da Holanda é dono da C&A, o mais rico do Japão é dono da Uniqlo, o mais rico da Suécia é dono da H&M. Esse setor deve ser bom, deve adicionar pouco risco, na nossa opinião. Ninguém vê a pessoa mais rica do Japão sendo dono de uma companhia aérea.

A próxima etapa é responder qual é o potencial de lucro da empresa como ela é hoje porque provavelmente é o que vai acontecer nos próximos 12 meses. Isso também fruto de toda essa análise do histórico.

Tendo em mãos o lucro de referência e o patrimônio líquido conseguimos ter o ROE da empresa. Esse é todo nosso processo de análise.

A parte de modelagem para achar o preço é a mais rápida. O difícil é fazer essa análise de histórico e conseguir definir o lucro de referência.

Trimestralmente nós revisitamos o lucro de referência, checamos se está bom para comprar ou se piorou. Ficamos monitorando. Temos preço de entrada para tudo.

Daqui dois anos estaremos fazendo isso para 40 empresas.

E sempre que compramos algo compramos juntamente as puts para proteger a carteira.

Parte do êxito de tudo isso está em evitar olhar os estudos de outros analistas?

Diogo: Eu acho. Nós falamos muito com buy side (gestores de recursos, fundos de pensão). Mas sabe qual a nossa principal fonte de informação além das empresas e dos representantes de classe? O Google. Temos Google Alerts para todas essas empresas. Recebo diariamente do Google um resumo de tudo que saiu na mídia de Daycoval, por exemplo. Estamos sempre por dentro.

Qual o patrimônio líquido do fundo hoje e como é composto o passivo?

Diogo: Começamos a captar o fundo só a partir de janeiro. Ele tem hoje R\$ 3,5 milhões, sendo que 90% é nosso. Vamos aportar dos sócios mais entre R\$ 1 milhão e R\$ 5 milhões até o fim do ano. E agora está entrando investidor pessoa física.

Eu comecei a fazer algumas reuniões com distribuidores e family offices.

Nosso foco será pessoa física, family office e distribuidor. Não queremos ser muito grande, então não faz sentido ir atrás de uma fundação.

Nós tentamos fazer uma comunicação muito transparente justamente porque queremos ter dinheiro de amigos e família. Queremos que as pessoas comprem isso com a mesma cabeça que nós temos.

Quando vendemos este fundo quase convencemos a pessoa a não investir: “Cuidado, é volátil, longo prazo.” Por isso colocamos no site (<http://www.amazoniacapital.com>) todas as nossas teses de investimento.

Gostamos que as pessoas nos perguntem sobre os racionais de investimento. E queremos ter um clube de investidores que pensam de forma semelhante e que querem ver o seu dinheiro administrado multiplicando junto com o nosso.

Qual momento os senhores destacariam como o mais importante da gestora até hoje?

Diogo: A Amazônia Capital é muito recente. Falarei de nossa experiência como sócios iniciada na Terra Boa, que é onde começou esse fundo. O pior momento foi na Terra Boa quando abrimos exceções às convicções da empresa. Havia um sócio que quis trazer um fundo multimercado para criar uma estrutura de debêntures mais ações. Ou seja, permitimos que a gestora sáísse do que realmente acreditamos.

Se você está fazendo um voto de pobreza durante uns quatro anos até o negócio dar certo faça exatamente o que você quer. Então esse foi um grande aprendizado.

E, mesmo pequenos, nós recebemos hoje em dia propostas de gente que quer entrar e fazer sociedade. Não abrimos mão.

Helio: Considerando nossa experiência como analista desde 2007, um erro grande nosso foi acreditar que empresas poderiam mudar completamente e se tornar empresas muito boas, sendo que elas nunca foram no passado. Exemplos como Gafisa e Coteminas. Empresas que constantemente foram ruins e que as chances de ficarem ruins seriam grandes. Acreditar nisso foi um aprendizado. Já cometemos erros deste tipo que procuramos não cometer mais.

Diogo: Atualmente, estamos muito satisfeitos e contentes pelo trabalho que estamos fazendo. Nossa carteira só tem ação de empresa de altíssima qualidade, não tem um turnaround a ser feito aqui. E o preço está muito bom.

Quanto à performance, obviamente esse é um fundo de longo prazo. Eu quero ser cobrado por dar 20% ao ano daqui cinco anos. O que vai acontecer daqui a dois anos é loteria.

Qual o grande diferencial da Amazônia Capital?

Diogo: O primeiro diferencial é história da proteção de capital. E o segundo é que eu Diogo quero ganhar dinheiro com a valorização do meu dinheiro no fundo. E eu quero que as outras pessoas coloquem dinheiro no fundo para ganhar dinheiro junto comigo. Eu não quero ter uma estrutura de R\$ 1 bilhão. Eu quero ter uma estrutura de R\$ 100 milhões. Queremos fazer R\$ 100 milhões virar R\$ 1 bilhão.

Sonhamos com o dia que vamos fechar esse fundo para captação e ficaremos só trabalhando na análise.

Conheça os principais cases da Amazônia Capital

Visando construir a melhor carteira considerando risco e retorno dos ativos, o fundo Amazônia não estipula regras rígidas de composição do portfólio, como quantidade ideal de ações ou exposição máxima por setor. Há liberdade de escolha.

Os gestores decidiram selecionar poucas empresas para analisar. Hoje com 17 empresas no radar, eles preveem chegar a 40 empresas daqui a dois anos. Na opinião dos sócio-fundadores, provavelmente desse grupo, 80% das empresas serão muito boas, vencedoras em setores interessantes.

Considerando a mira em empresas que negociam mais de R\$ 300 mil por dia, há 180 potenciais alvos atualmente no mercado. “Hoje nós temos uma carteira de excelente qualidade com um baita desconto em relação à mediana de 180 empresas disponíveis para gente”, afirma Diogo Figueiredo.

A carteira do fundo Amazônia tem hoje Daycoval, Helbor, Itaú, Iguatemi, Natura e a americana IBM (investimento feito via BDRs negociados na Bovespa). Todo o portfólio está protegido por meio da estratégia de compra de opções de venda.

Veja abaixo os racionais de investimento de posições importantes da carteira, apresentados pelos sócio-fundadores Helio Kwon e Diogo Figueiredo.

Natura (NATU)

A Natura sempre foi bem precificada, muita gente acompanha e gosta. Em geral, ela esteve fora do alvo do investidor de valor porque estava sempre cara.

Sempre admiramos Natura por causa do passado dela. É uma empresa da década de 1970, construída do zero e hoje é uma das maiores empresas do Brasil. E foi desenvolvida de forma coerente, preservando seus valores de responsabilidade social.

É uma empresa que sempre trouxe a proposta de produtos naturais, biodiversidade brasileira, com uma entrega até emocional de ajuda às comunidades ativistas e uma rede de 1,2 milhão de consultoras do Brasil. Então foi uma empresa que nasceu e prossegue assim até hoje.

Essa história nos trouxe uma percepção de risco muito baixa porque ela tem se mostrado uma ótima empresa nos últimos 20 anos. Recentemente o mercado puniu a Natura. Em 2013, ela caiu 30% e criou uma oportunidade para analisarmos mais profundamente o que estava acontecendo.

A empresa perdeu market share para Boticário e outras iniciativas da P&G. Ela perdeu market share principalmente no primeiro semestre por não ter ativado tanto a base de consultoras com promoções. E a Boticário entrou na venda direta. Assim a Natura cresceu 5% de receita em um mercado que cresce 13% mais ou menos.

Isso fez com que o mercado punisse muito a ação e deu oportunidade de comprarmos. Nós acreditamos que esse primeiro semestre de 2013 representa um erro de estratégia, de marketing naquele momento, e gerou um resultado negativo.

Mas isso fica muito dissipado olhando para uma estratégia de dez anos com entrada em redes sociais e um projeto chamado Rede Natura.

Será que esse erro de estratégia afetou realmente o projeto de longo prazo da Natura que é crescer fortemente no mercado da América Latina e fazer uma estratégia transformacional na forma de venda por meio da Rede Natura, que é uma plataforma no Facebook? Esse primeiro semestre prejudicou isso de alguma forma?

Acreditamos que não. Achamos que foi um tropeço, e que ela voltaria a atuar de forma agressiva e boa no setor dela porque ela atuava dessa forma nos últimos anos. Então ela consertou esse problema. No último semestre já cresceu 9% contra 5% no primeiro semestre de 2013, e tudo indica que 2014 será um ano bom.

Mas mais do que isso nós acreditamos no longo prazo. Principalmente: a maior relevância na América Latina. Em 2013 foi o primeiro ano que todas as operações - tanto a unidade de consolidação (Argentina, Chile e Peru) quanto a de implantação (México e Colômbia) - deram Ebitda positivo. Julgamos que o mercado dá ainda pouco valor pelo que ela está fazendo na América Latina. Hoje ela é uma empresa que fatura R\$ 7 bilhões, e R\$ 1 bilhão já é América Latina.

A discussão ainda está muito em torno do que aconteceu no Brasil. Existe um ativo aqui na América Latina que está crescendo a 30% e ganhando tração - porque você começa devagar até chegar uma massa crítica de consultoras, e consolidar sua marca na preferência das consumidoras. Nós estamos vendo essa massa crítica chegar, e o crescimento avançar 35% ao ano.

E no Brasil acreditamos muito na Rede Natura. Um projeto ousado, inédito, super transformacional. Basicamente é usar ferramentas de tecnologia e inteligência no relacionamento da consultora com a consumidora final.

Hoje a consultora vai na casa da consumidora final, apresenta o catálogo (são 20 catálogos por ano), tira o pedido do caderno, faz o pedido à Natura, paga a Natura, recebe dinheiro da consultora. Então a consultora faz a visita, controla o fluxo de

caixa, o pagamento e faz a logística, porque a Natura entrega o pacote para a consultora, e ela entrega os mini pacotes para as consumidoras finais.

O Rede Natura vem tirar toda a parte de “back office” da consultora, que vai se relacionar com a consumidora final por meio da internet e fará o relacionamento de consultoria pura. E a Natura entregará o pacote diretamente para a consumidora final. Então já retira a logística da consultora e sobra mais tempo para vendas. O pagamento será direto da consumidora final para a Natura por meio do cartão de crédito. Hoje 99% dos pagamentos da consumidora final são feitos em dinheiro.

Será eliminado, por exemplo, 50% do tempo gasto em logística e pagamento para gerar mais consultoria e mais vendas.

O mercado também está com bastante receio desta transformação porque realmente é quase um novo modelo de negócios. Mas a Natura já se mostrou muito capaz de fazer essas transformações internas. Ela já passou por diversas mudanças e nós acreditamos que ela mais uma vez terá condições de fazer uma mudança deste porte. E isso vai gerar muito valor, mais vendas e market share.

Outro fator é que a Natura é uma empresa que realmente se preocupa com a questão social dos stakeholders da empresa de forma geral e do meio ambiente.

Achamos que isso, no futuro, fará uma diferença enorme. E achamos que já faz diferença hoje, por exemplo, na força de marca. Está no DNA da empresa. Eles conseguem capitalizar com isso, já que é um produto mais caro e vende muito.

Entre nossas empresas, a Natura é a mais cara em termos de preço/lucro (16,5x). Gostamos de comprar empresa barata, por que resolvemos pagar um prêmio por Natura?

Por conta de todos esses diferenciais e pelo alto nível de retorno. A Natura é uma empresa que provavelmente vai crescer, nos próximos cinco anos, 10% ao ano nominal ou mais em termos de lucro, pagando 100% de dividend pay out.

Ela consegue porque hoje o balanço dela é extremamente leve, o endividamento é baixo e a necessidade de investimento, apesar de ser algo transformacional, não é tão alta. Ela precisará de um centro de distribuição maior e mais eficaz porque vai aumentar muito o ponto final de entrega (uma consultora atendia 15 pessoas, agora a Natura vai atendê-las). É um investimento tranquilo e não é tão alto.

Nós achamos tudo isso muito gerador de valor no longo prazo e isso se refletirá no pagamento de dividendos de 100% do lucro. Por isso eu acho que estamos vendo mais crescimento para Natura do que o mercado está prevendo. E menos risco.

Daycoval (DAYC)

Daycoval é hoje nossa maior posição. É um banco médio, super antigo, focado principalmente em empresas pequenas, empréstimo consignado e um pouco para veículos.

O Daycoval é um bom operador em um setor difícil. Por que é difícil? O nível de ROE é baixo (15%, 16%, 17%). Nos últimos cinco anos vários players deram prejuízo e decresceram.

Nós achamos que o Daycoval tem um belo diferencial de gestão. Primeiro, ele tem um sistema de originação muito bom para empresas pequenas. E ele tem uma esteira de análise de crédito e garantia que funciona muito bem. Estou falando de dupla checagem para liberação do crédito, saber se a garantia é boa e se o crédito é bom.

Então ele conseguiu ter uma base de clientes muito grande, e uma base de empréstimos saudáveis, com taxa alta e garantias boas.

Por que taxa alta? O Daycoval emprega basicamente para o capital de giro das empresas. A empresa que vai tomar crédito do Daycoval já está tomada em praticamente todos os bancos. Está realmente precisando. Graças a essa proximidade do Daycoval com as empresas, ele consegue fazer empréstimo “built to suit” para os donos de empresa que são impossíveis de um banco grande fazer (às vezes usando a casa de praia da pessoa como garantia, por exemplo).

Outra coisa que gostamos é que de todos esses bancos ele é o menos alavancado. Então acreditamos que ele tem um ROE padrão de 15%, mas tem um ROA (retorno sobre ativos) que é o maior do mercado disparado. Ou seja, ele rentabiliza muito bem, cobra muito bem o empréstimo, tem um custo de captação razoável, e uma inadimplência razoável por causa das garantias.

O Daycoval está super desalavancado, então vai crescer pagando dividendo. Ele está com dividend yield próximo a 10% (considerando dividendos e recompra), e não é uma empresa para valer o que vale uma Natura em termos de múltiplos, mas também não é uma empresa para valer 0,7x o book value.

Achamos que o Daycoval a 1,2x book value, que daria 10x lucro, é o preço dele.

Helbor (HBOR)

Helbor é a segunda maior posição da carteira.

O setor imobiliário é essencial para a economia, as famílias crescem no Brasil, há a necessidade de mais apartamentos, e tem retorno muito alto. Nesse setor tão essencial para a economia ninguém ganha dinheiro? Todo mundo quebra?

Achamos que não. Existem muitas empresas fechadas que dão bom dinheiro. É um setor muito difícil de operar. Precisa estar presente nas obras, fazendo diligência dia a dia. Então quem faz bem ganha bom dinheiro. Essa foi a primeira ideia.

Começamos pensando quais são as melhores empresas desse setor. E no final acabamos caindo e Helbor porque era uma das mais baratas.

As duas formas mais normais de ver uma empresa do setor eram valor de liquidação ou o resultado (preço/lucro). E é preciso considerar o balanço de vários ciclos do negócio (lançamento, construção e entrega).

A não ser que você esteja falsificando o balanço, ele contará a verdade na entrega. Por isso que os balanços das construtoras em 2011 mostraram um monte de prejuízo porque foi o momento das entregas. Você não consegue esconder a margem bruta na entrega por meio da contabilidade POC. Os estouros de custos sempre acontecem.

Passados vários ciclos de lançamento, construção e entrega, a Helbor foi uma empresa que teve uma consistência de margem em todos esses anos. Algo de, no mínimo, 30% de margem bruta.

Isso já gerou um super ponto positivo: já que não dá para mentir na contabilidade POC no momento da entrega ela teve realmente 30% de margem em todos esses projetos. Então passamos a olhar a empresa pelos resultados porque o balanço dela é verdadeiro.

Analisamos o IPO, todos os relatórios anuais e vimos que ela tem uma consistência de discurso e ação muito grande. É uma incorporadora pura. Contrata construtoras nas suas praças, faz via permuta e tem uma margem bruta de 30%, um SG&A (despesas com vendas, gerais e administrativas) muito baixo, e dá uma margem líquida de 15%, 16% pra chegar a um ROE de 25%.

Ela fez isso desde 2007, quando houve o IPO. Então as chances de ela continuar fazendo são muito grandes.

Para tanto, as pessoas precisam ser as mesmas. E elas são. O Henrique Borenstein é o chairman, o Henry Borenstein é o CEO, o Roberval Toffoli (Financeiro e RI) está lá há muitos anos. Se essas pessoas fizeram isso no passado elas continuarão fazendo no futuro.

O investimento em Helbor é quase como ser cotista de um fundo. É uma mistura de processo com pessoas. Como não há uma recorrência, ela precisa fazer projeto a projeto (20 por ano) e todos precisam dar certo. É como um fundo de ações. Você precisa estar renovando a carteira, investindo em novas ações, então as pessoas são muito importantes.

Com base nisso tudo encontramos um lucro de R\$ 300 milhões, que ela deu no ano passado, e vemos uma capacidade muito grande de repetir esse lucro nos próximos anos. Tem um nível de lançamentos não muito agressivo (R\$ 1,9 bilhão), não precisando crescer 20%, 30% de lançamentos.

A Helbor está valendo hoje menos de 7x. Considerando a capacidade de gerar esse montante de lucro em um setor difícil, complicado, mas que dá bons retornos, ela tem que valer mais ou menos 10x, 11x. Então enxergamos muito potencial de upside.

E ela tem uma política de dividendos muito firme, vai pagar 50% de dividendos em 2014, o que equivale hoje a um yield de 7,5%.

Essa capacidade de gerar dividendos nos últimos anos também mostra a sua saúde financeira. É um sinal muito positivo de saúde dos projetos.

Detalhe: ela vai entrar agora em 2014 em um ano de forte geração de caixa, que é justamente a entrega dos projetos de 2011 e 2012.

Daqui para frente se ela crescer mais moderadamente, que é o que eu acho que vai acontecer, o lucro será muito parecido com o caixa. Isso nunca aconteceu no setor. Achamos que a hora que isso acontecer vai dar uma reprecificada no mercado.

IBM (IBMB)

É engraçado porque a marca IBM é a segunda ou terceira do mundo, todo mundo conhece ou já ouviu falar, mas não sabe direito o que ela faz. Ela está muito na infraestrutura de tecnologia, ou seja, na parte de trás de tudo que acontece nos

softwares. E hoje ela está muito fora do consumidor final, não tem mais o PC que chegava a várias pessoas.

A IBM é uma empresa de inovação. Tem mais de 100 anos de história e já se reinventou dezenas de vezes. Começou com cartões perfurados, depois fez máquina de escrever, depois fez computador pessoal, depois fez notebook... E hoje é uma empresa de consultoria e infraestrutura tecnológica.

As empresas contratam a IBM para fazer essas infraestruturas de mainframes e de softwares, mas também para agregar inteligência por meio da tecnologia nos seus negócios. Essa é uma área muito promissora e grande da IBM.

Eu sou um banco grande, tenho uma geração de dados gigantesca. Sei o que os clientes estão transacionando a cada segundo. O que eu posso oferecer para ele? Uma nova linha de crédito? Minha área de TI tem capacidade de fazer isso, então contratamos a IBM para analisar essa geração de dados gigantesca, e trazer informação inteligente.

Então a IBM entra com a consultoria e analisa bilhões de transações analisando o perfil de cada cliente, por região, por cidade, por idade. A partir daí pode conseguir gerar negócios para o banco grande.

É o chamado Big Data, que está em voga hoje muito na mídia. Isso já é realidade para IBM. Para se ter uma ideia, a geração de dados ocorrida de 2003 para cá já é maior do que a geração de dados realizada desde o início da humanidade.

A IBM enxerga essa geração de dados como uma matéria-prima que está sendo gerada em uma velocidade absurda e pode ser explorada.

A IBM vê gigantescas oportunidades. E por que ela está valendo 10x lucro se tem tudo isso para acontecer?

Porque ela está justamente nessa transformação. Ela acabou de vender a divisão de servidores para a Lenovo, uma unidade de margem baixa. E está focando cada vez mais nisso, em cidades inteligentes, sistemas, e no Watson (super computador).

Nessa transformação a receita já não cresce há uns três, quatro anos. Porém o lucro está crescendo, porque a receita está gerando mais margem. Mas o mercado está muito receoso com a falta de crescimento da receita. Está em US\$ 100 bilhões há anos.

A decisão deles foi muito corajosa. Vender computador é difícil. Hoje você vende a \$ 100, ano que vem você vende um melhor a \$ 80. Então eles migraram para venda de

um serviço muito menos palpável, e muito menos precificável. Se eu te vender uma consultoria hoje posso cobrar \$ 1 mil ou \$ 10 mil.

E o relacionamento da IBM hoje com os clientes não é mais transacional. É de relacionamento. Eles fazem a inteligência do controle de câmeras na cidade do Rio de Janeiro e recebem mensalmente pelo serviço. Não é uma venda única de uma vez computadores por meio de licitação.

Antes a IBM vendia computador, e o cliente só falava com ela novamente se desse problema. Hoje a IBM conversa diariamente com os clientes. E assim você cria oportunidades gigantescas de cross-selling. Hoje ela é uma parceira das empresas.

Cingapura, por exemplo, contratou a IBM para fazer tudo. A IBM faz controle de semáforo, controle do bilhete único, controle de zona azul.

É um modelo de negócios melhor, mas essa transição tem sido dolorosa pela falta de crescimento da receita, embora haja aumento da lucratividade.

Acreditamos muito nessa tese, tem muito para acontecer. Está valendo 10x lucro e paga um dividend yield altíssimo. Além de estarmos muito bem acompanhados de vários investidores (é uma das maiores posições de Warren Buffett).

Opinião Empiricus sobre investimentos da Amazônia Capital

Veja abaixo o que a equipe da Empiricus pensa sobre os raciais de investimento apresentados pela Amazônia Capital:

Natura (NATU)

A partir dos resultados levemente abaixo das projeções, sobretudo no âmbito de margens da operação Brasil, reiteramos a recomendação neutra às ações. Com a queda recente, Natura já não é mais cara (como costumava ser no passado), mas ainda não encontramos a margem de segurança necessária para sugerir os papéis.

Reconhecemos o pronunciado avanço das operações internacionais, que, contudo, não nos parece suficiente para sobrepujar certa desconfiança com a evolução dos operacionais domésticos, num valuation que não é esticado para a qualidade da empresa, mas também não é barganha.

Quanto aos números, a receita líquida consolidada marcou R\$ 1,556 bilhão, em alta de 15,2%. No Brasil, a evolução foi de 9,1%, enquanto no exterior a escalada marcou 53,0%. Aumento da produtividade das consultoras em 8,2% nos parece boa notícia e referenda a decisão da empresa em aumentar gastos com marketing em inovação.

Isso, entretanto, encontra sua contrapartida em margens e rentabilidade. Margem Ebitda consolidada caiu de 19,4% para 18,2%. Separando por região, a linha ficou em 21% no Brasil (-2,2 pontos) e 6% no exterior (+10 pontos). Além do maior marpex, a deterioração adicional de margem bruta por conta da desvalorização do real também pesou, bem como custos não recorrentes da ordem de R\$ 21 MM, referentes a ajustes no critério de reconhecimento de recuperação de títulos já baixados e otimização da estrutura organizacional. O Ebitda consolidado de R\$ 283,6 MM representa alta de 8,2% YoY, e uma frustração das estimativas de consenso da ordem de 7%.

Lucro líquido, por sua vez, caiu 6%, para R\$ 117,2 MM, vindo cerca de 10% abaixo das projeções. Se ajustarmos por itens não recorrentes, estamos dentro das expectativas, de tal sorte que não vislumbramos grande impacto sobre as ações. O recuo do lucro líquido deveu-se, basicamente, a deterioração do resultado financeiro e maior despesa com depreciação e amortização.

Daycoval (DAYC)

Se você dá o mínimo de atenção às ações de bancos médios, deve ter percebido que elas não tiveram um 2013 muito agradável. Parte mereceu e outra parte não. Daycoval se encaixa no segundo conjunto.

Não achamos que o banco tenha uma operação top notch, mas sem dúvida está acima da média de seu universo. Vê-lo negociar abaixo do valor de livro é absurdo. A conjuntura é a seguinte: Daycoval está muito bem capitalizado, apto a voltar a emprestar, e agora com margens melhores. Merece 10% a 20% de prêmio frente ao book, segundo nossas contas.

Helbor (HBOR)

Concordamos absolutamente com o racional da Amazônia Capital.

Helbor soltou mais um resultado consistente no quarto trimestre, embora um pouco aquém de nossa expectativa no âmbito de margem bruta, o que acabou arrastando um pouco para baixo as demais margens. Receita, por sua vez, veio muito forte e companhia observou boa alavancagem operacional, com relação G&A/receita em impressionantes 3%.

Bom lucro líquido de R\$ 92 MM no 4T13, levando o acumulado do ano a R\$ 304 MM. Isso representa uma relação 5,66x lucros passados. Entendemos a relação como excessivamente depreciada, reiterando nossa recomendação de compra às ações.

Esse valuation só poderia se justificar a partir de um prognóstico de forte contração de lucros à frente. Não compactuamos com esse cenário, vendo evolução adicional de última linha da ordem de 10% para este ano.

Para reforçar a atratividade dos papéis, a incorporadora pagou R\$ 103 MM de dividendos em 2013 e tem dividendos a pagar no balanço de R\$ 130 MM. Isso corresponde a yields de 6% e 7,5%, respectivamente.

Sobre os resultados especificamente, receita líquida chama a atenção em R\$ 636 MM (+42% YoY; +34% QoQ). Empresa voltou a lançar com muito vigor e vendeu estoques antigos, garantindo primeira linha acima das projeções.

Margem bruta veio um pouco aquém do potencial Helbor e também de nossas estimativas, mas foi compensada por fortíssimo controle de despesas gerais e administrativas - em apenas 3% da receita. Despesas comerciais subiram para 6,1% da receita, mas consideramos natural em face à maior atividade de lançamentos.

Não foi um resultado tão vigoroso apenas por conta da linha de margem bruta, mas mostra muita consistência e referenda a tese de investimento sobre as ações.

Valuation convidativo, excelente management, estrutura de capital otimizada e dividendos diferenciados no setor.

Desempenho de cada um dos fundos de ações apresentados na série “Conversas com Gestores” desde o início da cobertura

Fundo	Gestora	Data	Evolução	Ibovespa	CDI
Nest Ações	Nest Investimentos	15 de julho de 2013	-0,39%	13,80%	7,40%
Victoire Small Cap Ações	Victoire Brasil Investimentos	29 de julho de 2013	-0,83%	4,85%	7,06%
GTI Value	GTI Administração de Recursos	12 de agosto de 2013	-4,55%	3,90%	6,73%
Rio Bravo Fundamental	Rio Bravo Investimentos	26 de agosto de 2013	-1,43%	-0,73%	6,36%
Skopos BRK	Skopos Investimentos	9 de setembro de 2013	-22,09%	-3,59%	6,01%
Bresser Ações	Bresser Administração de Recursos	23 de setembro de 2013	+5,24%	-4,24%	5,66%
Kondor Equity	Kondor Invest	8 de outubro de 2013	-2,52%	-1,14%	5,28%
Set	Set Investimentos	22 de outubro de 2013	-11,50%	-7,60%	4,91%
Gávea Ações	Gávea Investimentos	5 de novembro de 2013	-0,31%	-4,81%	4,54%
Apex Ações	Apex Capital	19 de novembro de 2013	-3,92%	-4,59%	4,21%
Mauá Orion	Mauá Sekular	3 de dezembro de 2013	-5,43%	1,12%	3,83%
Edge Value	Edge Investimentos	17 de dezembro de 2013	+0,16%	3,06%	3,45%
Oceana Long Biased	Oceana Investimentos	24 de janeiro de 2014	+3,63%	7,24%	2,49%
Humaitá Absolute	Humaitá Investimentos	11 de março de 2014	+6,52%	13,80%	1,25%

Fonte: Empiricus

Analistas Responsáveis

Beatriz Nantes, CNPI

Felipe Miranda, CNPI

Rodolfo Amstalden, CNPI*

Roberto Altenhofen, CNPI

Assistentes de Análise

Gabriel Casonato, CNPI-T

João Françaolin

Disclosure

Elaborado por analistas independentes da Empiricus, este relatório é de uso exclusivo de seu destinatário, não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público, consideradas confiáveis na data de publicação. Posto que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças. Nem a Empiricus nem os analistas respondem pela veracidade ou qualidade do conteúdo.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas da Empiricus e os destinatários. Os destinatários devem, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

Informações adicionais sobre quaisquer sociedades, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros aqui abordados podem ser obtidas mediante solicitação.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos do artigo 17º da Instrução CVM nº 483/10, que:

+ As recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

+ Os analistas são sócios e participam dos lucros da Iguatemi Gestão, que mantém em fundos e carteiras de valores mobiliários que administra ativos objeto de análise por parte da Empiricus Research, podendo daí resultar conflito de interesses.

* O analista Rodolfo Amstalden é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento do disposto no Art. 16, parágrafo único da Instrução ICVM 483/10.