

Maio de 2014

O Amazônia FIC FIA teve um desempenho negativo de -2,7% em maio. Acumulamos uma alta de +2,7% em 2014, comparado com o desempenho negativo de -0,5% do Ibovespa.

No livro *Alice Através do Espelho*, continuação de *Alice no País das Maravilhas*, há uma cena na qual a Rainha Vermelha corre cada vez mais rápido e Alice a segue com todas as suas forças. Entretanto, Alice fica perplexa ao perceber que ao final da corrida ambas estão no mesmo lugar.

Alice: *"Well, in our country, you'd generally get to somewhere else if you run very fast for a long time, as we've been doing."*

Red Queen: *"A slow sort of country! Now, here, you see, it takes all the running you can do, to keep in the same place. If you want to get somewhere else, you must run at least twice as fast as that!"*

O biólogo evolucionista **Leigh Van Valen** usou esta cena para metaforizar a “Lei da Extinção” e a chamou de “**Red Queen Effect**”. Trata-se de uma hipótese evolutiva que propõe que os organismos devem constantemente se adaptar, evoluir e proliferar não apenas para ganharem vantagem reprodutiva, mas simplesmente para sobreviverem, coevoluindo com organismos diferentes em ambiente em constante mudança.

Recentemente lemos um documento¹ no qual o autor adapta esta teoria para o mundo das empresas e investimentos. Gostamos da ideia e decidimos também fazer este exercício, trazendo uma rápida reflexão para alguns setores e empresas da economia brasileira e passando por alguns exemplos de nossa carteira.

A escolha de uma boa empresa para se investir é obviamente importante, mais relevante ainda é o setor em que esta empresa atua. Como na biologia, há setores em que mesmo as empresas bem geridas, com bons ativos e posição de mercado privilegiada, terão sempre uma necessidade urgente de melhorar, investir, baixar preço, criar novas campanhas etc. **Tudo isso para apenas continuarem no mesmo lugar em que estão.**

A história recente da IBM e a fuga do “Red Queen Effect”

No final da década de 1990 e início dos anos 2000, a IBM tomou uma corajosa decisão: sair de setores cujas dinâmicas competitivas eram perversas e exigiam, além de muito investimento, um esforço hercúleo da gestão para garantir sua sobrevivência. A IBM tirou o foco do mercado de hardware “commoditizado”, tornando-se uma companhia de gestão de informações e soluções tecnológicas.

No setor anterior, a barreira de entrada é baixa, os preços dos produtos diminuem constantemente (na mesma proporção que a qualidade dos produtos aumenta) e poucas empresas conseguem de fato se diferenciar. Já no setor de serviços e tecnologia feitos sob medida, a IBM cria laços fortes e duradouros com seus clientes, o custo de substituição de seus serviços é alto e o preço de seus produtos são menos arbitráveis, proporcionando margens maiores.

O resultado disso em números: na última década, a IBM vendeu várias unidades de negócio e recomprou ações liberando quase US\$ 7 bilhões em capital, entretanto seu lucro cresceu mais de US\$ 8 bilhões (96%) no período – ou seja, mais lucro com menos investimento. Em contrapartida, a Dell, por exemplo, que decidiu continuar vendendo os mesmos produtos e que só recentemente seguiu o caminho da IBM, viu sua receita subir 37% e o lucro decrescer 10% no mesmo período.

¹ http://fundooprofessor.wordpress.com/2012/09/16/red_queen/

Setores que não são unanimidades, mas que gostamos

Bancos de Varejo

Entendemos que o setor de bancos de varejo brasileiro tem uma dinâmica excelente. Trata-se praticamente de um oligopólio, onde **Itaú**, Bradesco, Banco do Brasil, Caixa Econômica e Santander tocam os tambores. Após terem conquistado uma posição de destaque neste importante mercado, os *players* conseguem operar com altos retornos e resiliência. **Neste setor, geralmente, até os anos ruins são bons.**

É comum os investidores atribuírem um risco grande aos balanços alavancados dos bancos e pela atividade ser intensiva em capital. Nós achamos que, diferente de outros países, o nível de alavancagem do sistema financeiro brasileiro é seguro, o que acaba se refletindo na notável constância de resultados destes bancos.

Quanto a ser intensivo em capital, no final do dia o que importa é o retorno² que a companhia remunera o capital dos acionistas. O Itaú, por exemplo, opera historicamente com retorno acima de 20%.

Para reforçar o raciocínio: se na hipótese de haver uma empresa que opere inexoravelmente com um retorno de 50%, preferiríamos que esta empresa fosse pouco ou muito intensiva em capital? Nós certamente preferiríamos a segunda opção e, por entender isso, muitos investidores prosperaram investindo neste setor.

Incorporação Imobiliária

Encaramos este setor com otimismo. O mercado é grande, o produto é essencial e o contexto brasileiro ainda sugere uma demanda robusta por muitos anos. Há uma grande quantidade de pequenas empresas de capital fechado que são muito rentáveis, além de exemplos de empresas de capital aberto, como Direcional, EZtec e Helbor que operam com retornos constantemente superiores a 20%.

Por outro lado, o setor é regional, de gestão difícil e sensível à atividade econômica. Isso explica porque tantas construtoras tradicionais vieram à bancarrota nos últimos anos, quando quiseram sair de suas regiões para se tornarem empresas de abrangência nacional. Com relação à alta sensibilidade à atividade econômica, todas sofrem com desacelerações bruscas em épocas difíceis e este é o ponto que mais nos incomoda.

A Helbor é uma vencedora regional neste bom, porém difícil de operar, mercado. Seus números são robustos e suas operações consistentes. Para se ter uma ideia, a companhia investiu³ na última década cerca de R\$1,3 bilhão, gerando um lucro adicional de R\$280 milhões – ou seja a Helbor vem aplicando o dinheiro de seus acionistas com uma rentabilidade de 22% (após impostos) – nada mau!

Alguns outros exemplos de bons setores

Alguns bons setores para se investir: bebidas, alimentos, varejo de vestuário de moda, serviços financeiros, entre outros. Tais setores permitem que as companhias pioneiras ou líderes construam diferenciais tão relevantes, que tornam seus futuros ainda mais confortáveis. Exemplos: AMBEV com seu canal de distribuição e quase 70% de participação de mercado; Renner com sua escala e penetração nos melhores pontos comerciais do país; ou **Natura** com uma marca poderosa e um canal de distribuição formado pelo impressionante número de 1,6 milhão de consultoras.

Devido à situação privilegiada mencionada acima, empresas como AMBEV e Natura continuam crescendo a múltiplos de PIB, e ao mesmo tempo distribuindo parcela relevante do seu lucro para os acionistas. Crescer, investindo pouco, sugere o extremo do alto retorno marginal. Mesmo em épocas em que os investimentos são necessários, eles geralmente geram valor. Na média estas empresas operam com retornos acima de 50%.

² Sempre que nos referimos a retorno ou rentabilidade neste texto, trataremos de ROE (*Return on Equity*)

³ Na forma de *equity*

Por que e como investimos em setores difíceis?

Pode parecer uma obviedade, mas acreditamos que a única forma segura de se investir em setores complicados é escolhendo as melhores empresas. Em ambiente de negócio difícil, é improvável que uma empresa mal posicionada ou mal gerida seja um bom investimento, mesmo que o preço das ações esteja atraente. Estas empresas sempre lutarão para sobreviver, correndo e não saindo do lugar e, com isso, drenando tempo e capital dos acionistas. Casos de reestruturação nestes setores são de sucesso improvável.

Frequentemente o pessimismo com determinados setores é tamanho que contamina também o preço das ações das boas empresas. Nosso investimento em **Banco Daycoval** exemplifica bem esta afirmação.

O ambiente de negócio dos bancos médios é hostil, onde poucos participantes conseguem de fato remunerar seus investimentos de forma adequada. Os *players* continuamente brigam para conseguir o melhor *funding* e ter acesso ao cliente mais rentável (ou menos pior). Esta segunda parte é a mais difícil, pois geralmente os clientes já utilizaram seus limites de crédito nos grandes bancos e estão bastante endividados.

É comum os bancos médios operarem no vermelho ou com retornos medíocres. Os bancos Safra, ABC, Daycoval e outros poucos se destacam neste setor, conseguindo retornos melhores e consistência operacional. Já mencionamos anteriormente que não achamos que o setor deva ser precificado com múltiplos altos, algo em torno de 10x o lucro anual nos parece justo, patamar muito diferente dos 7,5x atuais do Daycoval. Além disso, acreditamos que o Daycoval voltará a operar com sua rentabilidade histórica de aproximadamente 15% até o final de 2015, o que significa um crescimento de 30% em seu lucro líquido atual.

Abaixo está nossa carteira atualizada:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro 2014 (R\$ mi)	P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
Helbor	1.835	300	6,1x	24%	7%	20%
Daycoval	2.332	310	7,5x	15%	9%	18%
Itaú	181.500	18.500	9,8x	20%	3%	15%
Iguatemi	3.884	280	13,9x	18%	2%	12%
Natura	16.900	980	17,2x	90%	6%	11%
IBM	420.750	42.075	10,0x	72%	6%	10%
Caixa Hedge						11%
						3%
Média - Carteira			8,6x	30%	5%	
Mediana - Bolsa Brasileira*			15,0x	12%	2%	

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

** considerando recompra de ações

Um grande abraço,

Diogo e Helio