

Abril de 2015

O Amazônia FIC FIA teve um desempenho de +0,5% em abril. Acumulamos uma alta de +4,3% em 2015, comparado com o desempenho de +12,4% do Ibovespa.

Nas páginas seguintes, escrevemos um resumo de nosso novo investimento: Linx. Este documento também está disponível em nosso site www.amazoniacapital.com no link reservado para nossas teses de investimento.

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	213.300	22.000		9,7x	23%	3%	32,3%
Daycoval	1.900	400		4,8x	15%	11%	12,5%
Guararapes	5.000	500		10,0x	20%	3%	10,3%
IBM	501.400	49.770		10,1x	72%	5%	9,0%
Abril Educação	3.200	200		16,0x	40%	2%	7,9%
Linx	2.100	115		18,3x	40%	2%	7,7%
Helbor	1.017	150		6,8x	12%	10%	3,2%
Outros							1,7%
Hedge							5,9%
Caixa							9,5%
Média - Carteira				8,6x	25%	4%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				17,6x	12%	3%	

* 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	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%									4,3%	17,8%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%									12,4%	-8,9%

* 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

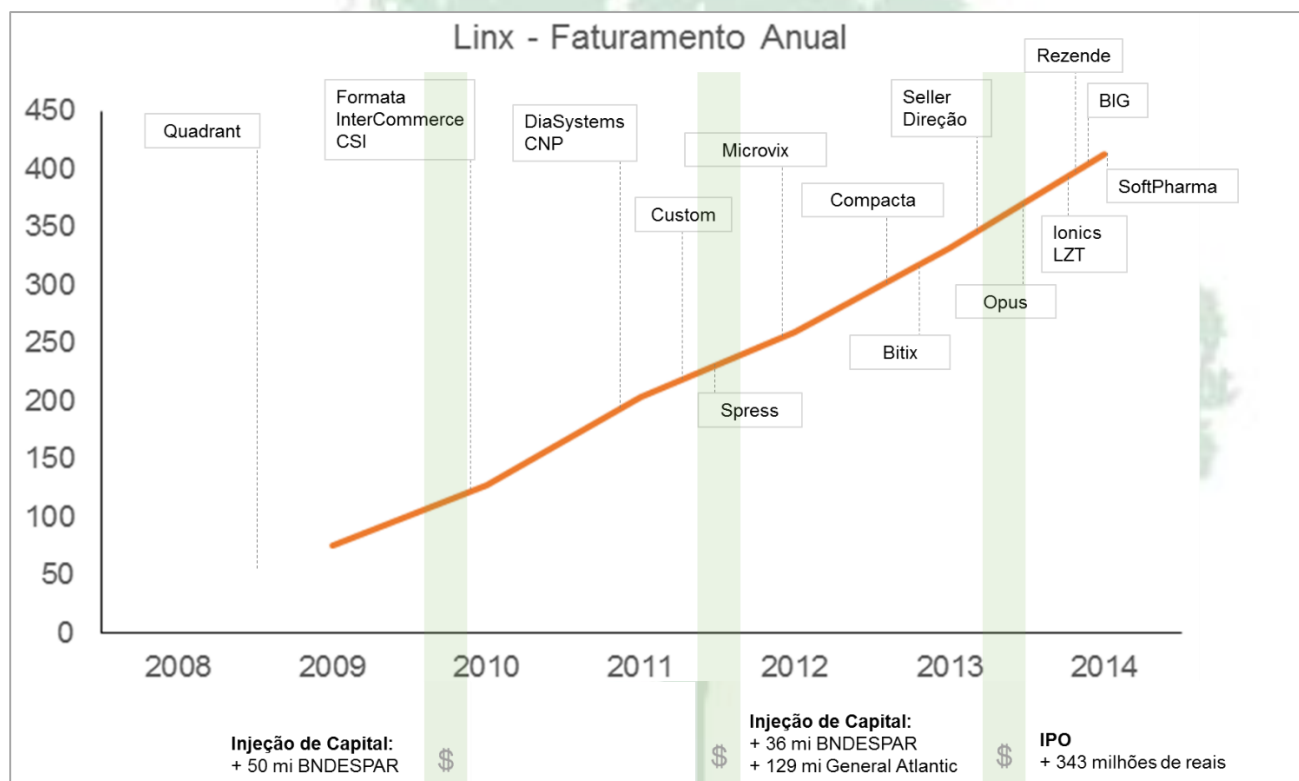
São Paulo, maio de 2015.

História

A Linx que conhecemos hoje é uma empresa relativamente nova, de apenas sete anos. A sua história começou de fato em 1985, com o nome Microserv, atuando como provedora de sistemas exclusivamente para o ramo de confecções e vestuário.

Até o início dos anos 2000, a Linx/Microserv era uma empresa de faturamento modesto, mas bem reconhecida, especializada em softwares para o varejo de vestuário. A empresa não tinha capital aberto, nem havia recebido nenhuma injeção de capital relevante, crescendo organicamente, baseada em recursos próprios.

Em maio de 2008, porém, a empresa deu uma guinada, ao comprar a sua principal concorrente, a Quadrant Informática, por 40 milhões de reais, consolidando o segmento de sistemas para o varejo de vestuário e dando o primeiro passo para a consolidação do mercado de sistemas para o varejo em geral, conforme detalhado no quadro abaixo.



Desde então, a Linx levantou mais de 558 milhões de reais em duas rodadas de capital e um bem-sucedido IPO e comprou 19 empresas. Sua receita cresceu a uma taxa de 40% ao ano e, com isso, a empresa mudou de patamar, tornando-se líder incontestável em seu mercado de atuação. Em 2014, a Linx apresentou como resultados: receita líquida de 369 milhões de reais, lucro¹ de quase 100 milhões, presença nacional, ampla e diversificada base de clientes e mais de 2.600 funcionários.

¹ Lucro caixa ("cash earnings"): adição ao lucro líquido das amortizações de intangíveis provenientes de aquisições, além do imposto de renda e a contribuição social diferidos, que são resultado da amortização do ágio gerado nas aquisições.

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.

O que a Linx faz

De forma simplificada, a Linx fornece softwares que auxiliam no dia a dia do comércio, atendendo aos segmentos de vestuário, alimentação, farmácias, franquias, eletrônicos, supermercados, postos de gasolina, entre outras verticais.

O seu carro-chefe é o software de ponto-de-venda (PDV), responsável por processar o recebimento do dinheiro, realizar o cálculo dos impostos a pagar, processar a nota fiscal, realizar a comunicação com as empresas de cartão de crédito e débito, gerar relatórios gerenciais, entre outras funções. Além disso, esse software se comunica de forma integrada com os principais sistemas de gestão e retaguarda disponíveis no mercado, sejam eles da própria Linx ou de outro provedor, como SAP, Oracle e Totvs.



Em sua prateleira diversificada de produtos, a Linx também disponibiliza outros módulos e serviços: TEF, conectividade, e-commerce, CRM, Mobile, NFC-e, além de módulos de retaguarda como controle de estoque, logística, contabilidade, fiscal, financeiro etc.

Todos esses softwares, módulos e serviços são ferramentas de gestão conhecidas como ERP (*Enterprise Resource Planning*). Os ERP simplificam os processos, resolvem as burocracias governamentais e tornam toda a operacionalização do negócio mais eficiente, deixando o cliente livre para ocupar-se do seu próprio *core business*. Praticamente todas as indústrias necessitam e usam essas ERP, cada qual com suas próprias peculiaridades.

A Linx, desde o princípio, decidiu se especializar no varejo, mais especificamente em PDV, ao perceber que um comerciante pode passar algum tempo com seu estoque desorganizado, contabilidade ou outra atividade de suporte atrasada, mas ele precisa estar 100% do tempo apto e disponível para vender seus produtos. Oferecendo esta solução, a Linx se torna um fornecedor essencial para seus clientes.

Figura 1

Indústria	Agroindústria	Construção	Distribuição	Financeiro	Educação	Manufatura	Jurídico	Saúde	Serviços	Varejo
Software										
Retaguarda										
Venda										

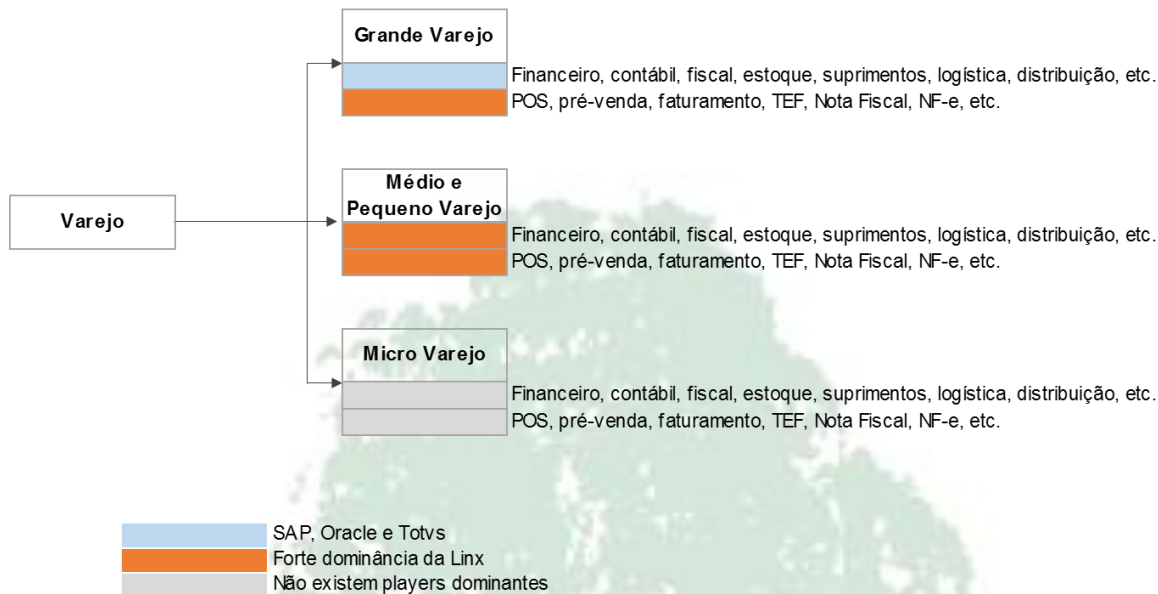
	Forte presença da SAP, Oracle e Totvs
	Menor dominância da Linx
	Forte dominância da Linx

3

Clientes

Atualmente, qualquer varejista que possui uma rede de cinco ou mais lojas é potencial cliente da Linx. As necessidades de cada cliente variam bastante de acordo com o tamanho e complexidade das suas operações. De forma simplificada, os grandes clientes varejistas da Linx (como Renner e Lojas Americanas) utilizam apenas o módulo do PDV, enquanto todas as demais funções ficam a cargo de empresas como SAP, Oracle e Totvs; os clientes varejistas médios e pequenos (Crawford, Brookfield, Accessorize etc.) utilizam os módulos da Linx tanto de PDV quanto de retaguarda, e o micro varejo (como, por exemplo, a padaria do bairro, a doceria, a loja de suplementos nutricionais) geralmente utiliza softwares de PDV de fornecedores locais, aluga uma “maquininha” da Rede ou da Cielo para recebimento em cartão, contrata serviço de internet da NET ou Vivo e controla o financeiro manualmente, em uma planilha Excel.

Figura 2



Concorrentes e vantagem competitiva

- 4 Como mencionado anteriormente, a Linx se diferenciou de seus concorrentes ao se especializar nos serviços ao varejo. Isso traz à empresa um maior entendimento das necessidades e das peculiaridades de cada tipo de comércio atendido. As grandes empresas de software de ERP, além de atender todo tipo de indústria, ainda são muito mais focadas nos módulos de retaguarda e controles.

Um software de ponto-de-venda e de gestão de uma loja de roupas é completamente diferente de um software de farmácia. Na loja de roupas, o software precisa entender que as peças são separadas por modelos, cores e tamanhos; qual a alíquota de imposto sobre vendas daquele produto, e que em determinados meses do ano há promoções e liquidações. Enquanto isso, o software de uma farmácia precisa entender que os remédios possuem tributações diferentes, que o cliente pode ser cadastrado em programas governamentais como o “Farmácia Popular”, que ele utiliza um cartão de fidelidade e descontos na hora da compra, ou que uma farmácia pode vender um analgésico, mas também pode vender uma barrinha de cereal e como isso alterará a alíquota de impostos sobre vendas.

A especialização da Linx no varejo e mais especificamente nas peculiaridades de cada vertical garante à empresa uma vantagem competitiva grande na hora da escolha pelo comerciante. Em algumas verticais, inclusive, o software da Linx é reconhecido como o padrão do mercado.

Outra vantagem competitiva é o seu canal de distribuição e atendimento pulverizado e bem treinado. Em geral, as empresas de ERP possuem franquias ou distribuidores autorizados para vendas e para o serviço de implementação, treinamento e suporte. A Linx, no entanto, atende com equipe própria mais de 85% dos seus clientes, atribuindo maior proximidade com o cliente, o que, por sua vez, contribui para a empresa conhecê-lo melhor, suas necessidades e peculiaridades, levando a um maior nível de satisfação. **O resultado disso é a preferência na hora da escolha do provedor de software e uma taxa de renovação dos contratos próxima de 99%.**

Quando consideramos que, na maioria das vezes, a Linx compete com desenvolvedores de sistemas menores, seu tamanho, carteira de clientes e credibilidade são grandes alavancadores de negócios. Os concorrentes da Linx, em sua maioria, são regionais e atendem a varejistas também regionais. A empresa que estudamos, por outro lado,

atualmente emprega mais de 600 pessoas em pesquisa, desenvolvimento e suporte ao cliente – com seu extenso *know-how* e escala, consegue oferecer um produto a preço competitivo, atual e que terá sempre as melhores e mais recentes práticas do mercado.

O serviço oferecido é crítico, e a credibilidade é um ponto muito importante. Os clientes grandes e “formadores de opinião”, quando escolhem um software de PDV e gestão, buscam fornecedores tradicionais e que não corram o risco de desaparecerem do mercado de um momento para o outro. Parcela relevante das vendas de softwares neste mercado é realizada através de indicação dos próprios clientes e o fato da Linx estar presente nos principais varejistas brasileiros também a coloca em vantagem na disputa por novos clientes.

Essas vantagens se refletem nos números:

- Ao final de 2014, a Linx possuía mais de 36 mil clientes em diversas verticais do varejo, presença relevante nas maiores redes do Brasil e *market share* de, aproximadamente, 33%. Posição de mercado maior que a soma do 2º, 3º e 4º maiores competidores do setor;
- 7 dos 10 maiores players de *food service* são clientes da Linx;
- 7 das 10 maiores varejistas listadas na bolsa no Brasil são clientes da Linx;
- Mais da metade das lojas do Shopping Iguatemi Faria Lima utilizam software Linx;
- Nos últimos 10 anos, a Linx fechou contrato com mais de 51% das marcas internacionais que entraram no país.

Alavancas de crescimento

Segundo dados da consultoria IDC, o mercado potencial para software de gestão no varejo é de, aproximadamente, 8 bilhões de reais. Atualmente, a penetração está em apenas 20% deste valor, mas espera-se um aumento deste percentual por conta:

- Do contínuo aumento de pagamentos via cartões de crédito e débito;
- Do aumento das obrigações dos varejistas junto à Receita Federal (nota fiscal eletrônica, NFC-e, SPED etc.);
- Do movimento de consolidação no varejo brasileiro (aumento e surgimento de redes de lojas); e
- Do aumento do número de shopping centers.

Fora isso, as outras avenidas para crescimento são: *cross selling* na base atual de clientes da Linx, introdução de novos produtos de gestão para o varejo e aquisições de concorrentes.

As aquisições são um capítulo à parte na história da Linx. Segundo a nossa estimativa, as dezenove aquisições realizadas desde 2008 pela companhia foram responsáveis por pouco mais da metade do seu crescimento. Sempre temos um pé atrás com movimentos tão agressivos, porém, até o momento, não há indícios de que elas foram realizadas de forma irresponsável, sem a diligência apropriada, ou que apresentam problemas. Aliás, pelo contrário, entendemos que as aquisições da Linx foram acertadas e bem executadas.

Ao ser adquirida, a empresa consegue atender um mercado muito maior e se beneficia da credibilidade e da escala da Linx. Já a Linx conquista a oportunidade de entrar em novas verticais e/ou regiões, apropriar-se de novas competências e gerar ganhos de sinergia em custos e despesas. Esse movimento de consolidação nos parece bastante razoável do ponto de vista estratégico e econômico-financeiro. Mesmo considerando que algumas aquisições foram feitas a múltiplos generosos, as sinergias, principalmente comerciais, tornaram estes negócios grandes geradores de valor para os acionistas da Linx.

É interessante observar que a média do valor de aquisição foi de, aproximadamente, 27 milhões de reais. Ou seja, são empresas pequenas, com vantagens regionais e/ou verticais específicas. Em geral, são negócios modestos, que fazem todo sentido para a Linx, mas que não despertam o interesse de grandes empresas como SAP, Oracle e Totvs. O resultado disso é que, segundo a própria companhia, quase todas as aquisições foram realizadas sem a presença de nenhum outro competidor na mesa de negociação.

E, por último, podemos ainda esperar a abertura de uma nova oportunidade de crescimento: Ao longo de 2015, a Linx iniciará uma operação nova através de uma *joint venture* com a Cielo visando explorar, exclusivamente, o segmento do micro varejo. A Linx entrará com o software de PDV e gestão, e a Cielo, com a distribuição e a capilaridade. Até o momento, não há números concretos, mas o conceito é atraente e a parceria nos parece equilibrada entre as partes e de excelente qualidade.

Modelo de negócio

Além de operar em um mercado crescente, o relacionamento da Linx com sua base atual de clientes é de longo prazo, fornecendo-lhes um produto crítico para suas operações, mas que, o que é melhor, não representa um alto custo quando comparado a outros itens das operações de um comércio.

De forma análoga, a Linx é como uma assinatura de televisão a cabo: o custo inicial é baixo ou quase zero e o cliente só precisa pagar as mensalidades. O cliente, estando em dia com as mensalidades, receberá todas as atualizações do software e terá o suporte técnico à sua disposição. **As mensalidades são corrigidas anualmente, pela inflação.**

O preço médio praticado pela Linx é de 300 reais por PDV por mês, podendo chegar a 3 vezes este valor, dependendo da contratação de outros módulos e serviços.

A Lojas Americanas, por exemplo, possui, em média, 5 caixas por loja. Sendo assim, a Linx fatura 5 mensalidades por loja. Com um plano de expansão agressivo da rede de varejo para os próximos 05-10 anos, a Linx possui um crescimento encomendado de receita sem grande esforço de vendas.

6 A base de clientes é outro aspecto interessante: bastante pulverizada, regional e verticalmente, o risco de perda de receita relevante devido a uma não renovação específica é baixo. O maior cliente da Linx representa menos de 3% do faturamento anual.

A inadimplência é muito baixa, e os poucos atrasos devem-se principalmente a meros esquecimentos por parte dos clientes. Como dito, o custo do software é relativamente baixo dentro da planilha de custos de um varejista, porém o valor percebido pelo cliente é alto. Essa ótima combinação de custo x benefício trabalha para gerar um bom nível de satisfação e altíssimas taxas de renovação.

Mas o aspecto do negócio que mais nos atrai é: o **custo de troca é altíssimo**. Quando um varejista escolhe um ERP, há um custo de troca não monetário alto que envolve o treinamento dos funcionários, a adaptação dos dados ao novo formato, o processo de se acostumar a uma nova interface e a um novo modelo de relatórios gerenciais, se acostumar a um novo *workflow*, entre outros. Uma vez escolhido esse o software de gestão, o varejista pensará em trocar o provedor somente num caso de *extrema* insatisfação. Não são alguns reais de economia por mês que estimulam a troca de uma ERP por outra.

O alto custo de troca cria uma resiliência muito grande no modelo de negócio e uma alta capacidade de repassar a inflação de custos e, conseqüentemente, manter margens. Fora isso, o relacionamento de longo prazo com os clientes gera a possibilidade de aumentar o *cross selling*, gerando cada vez mais fidelidade. Cria-se, portanto, um ciclo virtuoso. E é por isso que, aproximadamente, 80% da receita da companhia é recorrente. E, segundo a companhia, a maior parte do 1% de clientes que não renovam seus contratos decorre do fechamento de lojas ou processo de falência do cliente.

São poucas as empresas que tem o privilégio de começar o ano com um alto grau de certeza de quanto será o seu faturamento e crescimento para os próximos meses, sem ter efetuado uma venda sequer.

Por fim, a Linx possui as características de um típico modelo de negócio *asset-light*, ou seja, um negócio que, depois de estabelecido, opera e cresce sem demandar grandes esforços de capital. Para se ter uma ideia, nos últimos 5 anos,

para aumentar seu lucro líquido² em 26 milhões de reais, a Linx precisou investir apenas 65 milhões de reais de seus acionistas – **isso sugere uma taxa de retorno de aproximadamente 40%**. É um tanto impreciso esmiuçar esses números de retornos passados, mas o “filme” mostra uma empresa que vem crescendo a um ritmo invejável e, mesmo assim, conseguindo liberar boa parte de seu lucro para pagamento de dividendos ou novas aquisições. Suspeitamos que esta dinâmica pode ainda melhorar com o constante ganho de escala.

O resultado de todas essas características é um modelo de negócio altamente previsível, com crescimento e alta rentabilidade.

Acionistas e executivos

Mesmo após as rodadas de capital e o IPO em 2013, cerca de 20% da companhia continua nas mãos dos dois principais personagens da história da Linx: Nércio José Monteiro Fernandes, fundador da empresa, e Alberto Menache, que ingressou em 1991 como trainee. Atualmente, Alberto é CEO da Linx, e Nércio ocupa a presidência do Conselho de Administração.

Entendemos que a presença dos dois é positiva, principalmente, por dar a cara de “dono” para a empresa. O “dono” é o guardião da cultura da companhia e, em geral, busca estratégias de maximização de valor de longo prazo.

O investimento em ações da Linx

É muito difícil encontrar uma “pechincha” em investimentos com características tão positivas, e a Linx, infelizmente, não é exceção. A empresa possui valor de mercado de 2,1 bilhões de reais e é negociada a, aproximadamente, 18 vezes o lucro de 2015. Este é um múltiplo muito superior à média dos investimentos da nossa carteira e, mesmo assim, entendemos que estamos comprando um ativo a um preço atrativo. Se estivermos certos, a Linx gerará bons retornos para nossos cotistas nos próximos anos.

O mercado da Linx é grande e crescente, principalmente considerando sua baixa penetração, e tudo indica que a Linx continuará crescendo junto com seus clientes e conquistando novas contas nos próximos 5, 10 anos. Imaginamos um crescimento orgânico de receita próximo a 15% ao ano, associado a uma forte geração de caixa, que provavelmente será usado para novas aquisições e/ou para um decente pagamento de dividendos.

Ademais, achamos alta a probabilidade das dinâmicas positivas do mercado continuarem como estão e, mesmo após um período longo de crescimento, a Linx ainda será uma empresa com muitas oportunidades, e com suas ações, provavelmente, precificadas a múltiplos altos.

² Evolução do lucro líquido orgânico, ou seja, desconsiderando as aquisições realizadas.