

CARTA TRIMESTRAL

Abril de 2015

Caro Cotista,

O ano de 2015 começou tão agitado quanto acabou 2014. A trégua que normalmente existe entre o Executivo e o Legislativo após uma eleição presidencial não aconteceu desta vez. Os primeiros 100 dias de governo foram uma guerra explícita na busca por poder e não o tradicional período de realizações e aprovação de reformas. Manifestações gigantes, desta vez claramente contra o governo federal e o PT, tomaram as ruas novamente, intensificando a instabilidade política herdada de uma eleição muito apertada. Nem mesmo os antigos partidários estão felizes com a presidenta Dilma, já que ela indicou um “inimigo” pra assumir a economia, Joaquim Levy.

Esta indicação, feita ainda no ano passado, vem se mostrando uma boa escolha. Apesar de todas as dificuldades que herdou, agravadas pelo momento político delicadíssimo, Levy vem conseguindo passar confiança aos mercados e tem tomado as medidas necessárias para colocar as contas públicas de volta aos trilhos. Com isso, é possível voltarmos a ter crescimento em 2016. Como reflexo, uma bolsa em leve alta no ano mas alguns investidores ainda inseguros com as dificuldades atuais, os desafios para o futuro e a eficácia das medidas que estão sendo tomadas.

É com esse cenário à frente que nós acreditamos que é a hora da bolsa brasileira começar a reagir frente aos mercados mundiais. Apesar de ainda existir uma correção cambial a ser feita, o que nos faz manter a aposta na carteira internacional, vemos boas perspectivas para as empresas da nossa carteira local, que em parte já começaram a acontecer nesse primeiro trimestre de 2015, como explicaremos mais pra frente.

CRESCIMENTO

A palavra “crescimento” costuma ser aplicada rotineiramente no mercado financeiro e no mundo corporativo. Analistas e diretores de empresas estão sempre em busca desse elixir de riqueza. Uma companhia que não cresce costuma ser penalizada, uma pária do sistema capitalista. Mas vamos tentar explicar aqui que existem muitas armadilhas nesse conceito, e que muitas vezes não crescer é a decisão mais correta.

Crescer as vendas de uma companhia e consequentemente sua receita costuma soar como um grande desafio para os diretores. Mas na verdade, caso o capital fosse ilimitado, seria muito fácil. Ninguém duvida que um varejista que coloque todos os dias do ano um comercial de 5 minutos no intervalo do Jornal Nacional vai ter um crescimento relevante de vendas. A exposição da marca “cola” na cabeça do consumidor, e alguns vão acabar se rendendo. O problema é que a verba de marketing é limitada e o dinheiro investido tem um custo, o chamado custo de oportunidade.

Imagine que esse mesmo varejista tenha tido uma receita de R\$1.000 e lucrado R\$100 no ano 1. Ele pode distribuir tudo isso como dividendos aos seus acionistas, que poderiam então investir esse dinheiro a 12% ao ano comprando títulos do governo, praticamente livres de risco. No final do ano 2, esses acionistas teriam então ganhado R\$12 de rendimento (desconsidere impostos). Outra opção da empresa é investir os R\$100 na abertura de uma nova loja, que vai gerar uma receita adicional de R\$100 e um lucro adicional de R\$10. Perceba que houve um crescimento de 10% na receita da empresa e no seu lucro, o que parece ótimo. Mas o retorno sobre o dinheiro investido foi de apenas 10%, contra 12% caso a opção tivesse sido distribuir dinheiro ao acionista. Já não parece um bom negócio.

Além do custo de oportunidade, existe um outro conceito que complica ainda mais essa conta. Os retornos marginais são decrescentes a partir de um certo ponto. Significa dizer que os R\$100 investidos numa loja no ano 3 vão gerar um retorno menor do que os R\$100 investidos no ano 2. Para pensar sobre isso, imagine que o varejista abra sua primeira loja em São Paulo – uma novidade, um grande sucesso. Quando ele abrir a segunda loja, ainda vai atingir pessoas que não conseguiam ir na primeira loja, mas algumas vão simplesmente migrar. Na terceira loja, o efeito aumenta um pouco. E por aí vai. Caso ele abra uma loja em toda esquina da cidade, dificilmente sua receita total vai aumentar, mas simplesmente se deslocar de uma loja antiga para uma loja nova. O retorno é decrescente.

De todas essas teorias, podemos concluir duas coisas importantes. A primeira é que existe um ponto ótimo de crescimento. Apesar do retorno marginal decrescente, a diluição de despesas fixas da empresa aumenta o retorno sobre o capital investido até um certo ponto, mas a partir daí o retorno fica abaixo do custo de oportunidade, conhecido como custo de capital. A segunda é que, apesar de parecer fácil na teoria, na prática todos esses números e conceitos são extremamente difíceis de calcular e observar. A futurologia tem um papel importante em qualquer análise sobre viabilidade do crescimento. Não dá pra saber exatamente quanto a mais vai ser vendido caso se faça um comercial de 5 minutos na TV.

Seth Klarman, investidor e guru americano, diz que os investidores tendem a pagar muito por crescimento, acreditando firmemente na sua capacidade de prever o futuro, muito mais do que deviam. No seu livro *Margin of Safety*, ele diz que a única solução para isso é ser conservador. O investidor deve buscar valor na ação de uma empresa que venha muito mais do que ela já oferece de geração de caixa do que vai oferecer no futuro. Nós gostamos muito dessa regra no Teorema, e costumamos evitar casos de investimento que dependam primordialmente de crescimento de lucros nos próximos anos. Vários dos casos da nossa carteira, como Itau e BM&F Bovespa, serão bons investimentos mesmo que o lucro do ano que vem seja exatamente igual ao desse ano, desde que esse lucro seja distribuído de alguma forma ao acionista.

CARTEIRA LOCAL

A revisão que fizemos da carteira de ações brasileiras melhorou nosso desempenho relativo nestes primeiros meses de 2015, apesar de ainda estarmos atrás do índice Ibovespa. Até o final de março, o fundo local estava 2,7% negativo enquanto o Ibovespa subia 2,3%, ajudado principalmente por Ambev, JBS e Ultrapar.

Nossa tese de fortalecimento do dólar teve sucesso e nos forneceu ganhos importantes em algumas posições. A principal delas foi Fibria, que ficou por quase quatro anos na carteira, e era uma tese tanto cambial, já que a empresa tem receitas em dolares e custos em reais. Também acreditávamos, com razão, na reorganização e desalavancagem da companhia. Aproveitamos a forte alta das ações, que sobem quase 40% no ano, e vendemos toda a nossa posição no primeiro trimestre. Mesmo a ação tendo subido mais depois da nossa saída, ficamos satisfeitos com nosso retorno acima de 20% ao ano durante todo o período do investimento.

Outro papel que teve um rebalanceamento importante na carteira foi Itau. Entre ações PN, com mais liquidez, e ON, mais baratas, aumentamos a posição para aproximadamente 25% da carteira investida no banco. Possivelmente a empresa mais rentável do Brasil ao longo dos últimos 20 anos, o banco está numa posição privilegiada mesmo em momentos de crise, quando soluções na sua carteira de crédito são compensados com melhores resultados nas áreas de seguros e produtos financeiros. Com suas ações negociando por volta de 8x o lucro estimado de 2015, achamos difícil encontrar atualmente uma

oportunidade de investimento tão boa como essa. Até o final de março, a ação PN estava subindo por volta de 5% no ano.

Tivemos boas notícias também vindas de BM&F Bovespa. O papel sobe mais de 20% em 2015, ajudado pela valorização da posição que a empresa detém no CME Group (Chicago Mercantile Exchange), a maior bolsa de derivativos dos EUA. Somente essa participação representa mais de 22% do valor de mercado da BM&F hoje, e isso começou a ser notado pelos investidores quando surgiram rumores de que uma parte dessa participação poderia ser vendida para realizar ganhos. Enquanto isso, a companhia continua gerando muito caixa e com as mesmas perspectivas positivas de longo prazo. O único ponto negativo dessa história é que a valorização das ações ocorreu mais rápido do que imaginávamos e ainda não conseguimos comprar toda a posição que queríamos.

Gafisa é outro caso em que estamos bastante confiantes. É a segunda maior posição da carteira hoje, e depois de um começo de ano em que as ações chegaram a cair quase 15% junto com as outras empresas do setor, os investidores passaram a acreditar na tese de que a companhia está arrumada, com muito valor nos imóveis prontos ou que está construindo e pronta para ser lucrativa quando as vendas do mercado imobiliário se reaquecerem. O reflexo disso foi que desde seu ponto mais baixo, as ações subiram mais de 30% e no ano já sobem 14%.

Para completar as boas notícias, a safra 2014/15 de Vanguarda Agro está indo muito bem. Com a colheita da soja no MT finalizada, a companhia está com uma produtividade por hectare quase 10% acima da safra anterior. O algodão, 100% plantado, está se desenvolvendo bem e pode trazer surpresas positivas. A desvalorização do real também trouxe alívio aos preços internacionais depreciados dessas commodities, e hoje a saca de soja deve render em média R\$60 para a companhia contra R\$51 na safra anterior. Depois de um 2014 extremamente difícil, quando não gerou caixa e precisou de um aumento de capital de R\$150mm, a companhia renegociou USD150mm em dívidas, alongando seu prazo de pagamento, e está no caminho para conseguir uma recuperação em 2015. As ações que no começo do ano chegaram a cair mais de 25% se recuperaram e voltaram aos patamares do final de 2014. Ainda é muito pouco, mas um bom sinal de que uma valorização importante pode estar perto.

Mas infelizmente não tivemos só boas notícias nesse começo de ano. Vale continua nos decepcionando e o papel cai por volta de 20% no ano. Também fizemos uma troca de uma parte da posição por Bradespar, sua controladora, acreditando que o desconto da holding estava acima do justificado, mas isso também não foi positivo e o desconto aumentou com questionamentos sobre a renovação do acordo de acionistas controladores do qual a Bradespar faz parte e que vence em 2017. Apesar de termos confiança que o acordo será renovado e o desconto voltará a diminuir, por enquanto Bradespar cai 25% no ano. Do lado operacional, a grande razão para o desempenho ruim é a queda no preço do minério de ferro, que está negociando abaixo dos US\$50/ton, algo impensável para uma commodity que já chegou a valer US\$191/ton quando o crescimento chinês estava no auge. Nesse nível de preço, pouquíssimas mineradoras são rentáveis, e mesmo a Vale gera um EBITDA insuficiente para financiar seu programa de investimentos e expansão. Com essas preocupações na cabeça, reduzimos um pouco a participação do papel na carteira, mas ainda acreditamos que vai haver uma recuperação importante para a companhia – só não temos certeza de quando será isso.

Na mesma linha de Vale, Gerdau é outra companhia que não apresenta um grande desempenho no ano. Depois de um bom começo em que as ações subiram 10% suportadas por uma recuperação da operação nos EUA e com a operação local mantendo suas vantagens competitivas históricas, algumas ações de governança pouco claras incomodaram os investidores (e a nós) e ação passou a cair um pouco no ano. Enquanto antes estávamos animados em aumentar a posição, depois do anúncio dessas medidas,

principalmente o rebaixamento da companhia no grau de governança da Bovespa, resolvemos parar de comprar novas ações.

Continuamos estudando outras companhias que possam fazer parte da carteira. Temos algumas boas perspectivas e, possivelmente, novidades virão na próxima carta. Com a venda da posição de Fibria, acabamos ficando com um caixa maior do que estamos acostumados, mas também queremos ter calma nessa hora de tanta volatilidade para escolher o alvo certo.

CARTEIRA INTERNACIONAL

Não temos muitas novidades para contar sobre a carteira internacional. Continuamos bastante conservadores na alocação dos recursos, com o ETF do S&P 500 representando 35% da carteira. Berkshire Hathaway, a holding de Warren Buffet, representa mais 20% da carteira. Isso significa que mais da metade da posição é na verdade uma cesta de diversas empresas, o que ameniza nossos riscos devido à diversificação implícita nessa estratégia.

Em relação às outras posições, vendemos a totalidade de ações que tínhamos da Disney devido à uma forte alta ocorrida após a divulgação de mais um excelente resultado da empresa. Também temos posições decrescentes em Intel e Alcoa, devido às fortes altas recentes. As posições relevantes que sobraram, Citi, J&J e Bed Bath & Beyond tem razões diferentes para permanecerem na carteira.

Citi é um caso clássico de reestruturação que estamos acostumados a acompanhar ao longo da nossa história de investimento em empresas abertas. Resgatado pelo governo americano durante a crise de 2009, o banco ainda está num longo processo para sanar seus problemas e limpar a carteira de créditos podres, tendo que lidar ao mesmo tempo com processos judiciais. Apesar da recuperação ter sido lenta nos cinco anos que estamos investidos no papel, com um retorno pequeno, a boa notícia recente é que o FED aprovou em março o Citi no chamado *stress test*. Em linhas gerais, esse teste avaliou a situação de liquidez do banco e permitiu ao banco colocar em prática um plano para voltar a devolver dinheiro ao acionista, seja via recompra de ações seja via dividendos. Esperamos que isso seja apenas o começo de novos tempos de prosperidade para esse banco histórico.

Um caso bastante diferente é Johnson & Johnson. Famosa por ter entregado aos acionistas 52 anos seguidos de dividendos crescentes (!), é uma empresa bastante defensiva, com sua posição de mercado consolidada e que não costuma causar grandes sustos. É mais uma estratégia para nos protegermos contra eventuais ressacas do mercado acionário americano. Nos quatro anos que investimos no papel, o retorno tem sido excelente, acima de 18% ao ano em USD.

O último caso específico que temos é a posição mais recente da nossa carteira, Bed Bath & Beyond. Varejista do mundo real, a empresa sofre muita desconfiança devido ao crescimento do varejo eletrônico e aos desafios, principalmente na logística, que isso implica a empresas tradicionais. Enquanto essa queda de vendas não vem (e acreditamos que não virá), a empresa é altamente lucrativa, gerando muito caixa todo ano e retornando esse caixa por meio de recompra de ações. Nos seis meses em que já estamos investidos no papel o retorno foi excelente, mas acreditamos que há mais por vir.

Não podemos finalizar sem destacar o excelente retorno em reais que nosso cotista vem recebendo nesse começo de ano, com o fundo subindo 18% em três meses. Claro que a desvalorização cambial não é trabalho nosso, mas acreditamos que merecemos um pouco do mérito por identificarmos há pouco menos de cinco anos que esse movimento ocorreria – desde então o dolar se valorizou em mais de 75% contra o real.

E OS PRÓXIMOS TRÊS MESES?

Infelizmente não temos nem Nostradamus nem a Mãe Dinah no quadro de funcionários. Mas isso não nos impede de termos nossos palpites sobre o que esperar para o Brasil e para o mundo até a hora de escrevermos nossa próxima carta. Preferimos dar esses palpites aqui do que inserí-los nos nossos modelos, como explicamos anteriormente ao falar sobre conservadorismo. Acreditar nesses palpites é problema exclusivo do leitor.

Em julho/2015 continuaremos tendo a mesma presidenta. Joaquim Levy vai ser cada vez mais poderoso no governo e será chamado de “Ministrão”. Ocorrerão por volta de 35 protestos na Av. Paulista até lá. A bolsa vai ter uma leve alta, impulsionada pelas medidas corretas do “Ministrão” e pela diminuição do pessimismo. Algum time brasileiro estará na final da Libertadores. A Petrobrás continuará solvente. Você vai conhecer pelo menos uma pessoa que ficou desempregada. Teremos pelo menos uma empresa nova na carteira local. EUA e Rússia não entrarão em guerra. Fidel Castro vai continuar vivo, mas a relação Cuba/EUA continuará melhorando. A Grécia vai surgir bastante nos noticiários. A Alemanha também. O Dunga continuará técnico da seleção. A China continuará comprando muita soja, celulose e minério de ferro.

Como sempre, estamos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Esta carta foi preparada pela Teorema Gestão de Ativos Ltda. com propósito meramente informativo, não constitui oferta ou solicitação para comprar ou vender quaisquer ações ou investimentos, e não deve ser utilizada sem o consentimento escrito desta companhia. Embora a companhia acredite serem as informações confiáveis, nenhuma garantia é dada quanto à sua acuracidade, suficiência ou atualidade. Performance passada não é garantia de resultados futuros ou ausência de risco para o investidor.