

## **CARTA TRIMESTRAL** **Julho de 2015**

Caro Cotista,

Temos assistido recentemente a volta da Grécia às capas de jornais no mundo todo, uma estória que já se arrasta por mais de cinco anos. A grande dúvida é se estamos diante de uma tragédia, que para Aristóteles termina necessariamente com destruição, ou de um romance aos moldes de José de Alencar, com muito sofrimento ao longo do caminho, mas acabando com os envolvidos felizes e contemplando um horizonte promissor.

Por enquanto não há resposta. O problema grego é muito sério, e nenhuma solução definitiva parece alcançável. Nesses últimos meses o novo governo local, eleito para acabar com as medidas de austeridade, tentou uma estratégia diferente de negociação buscando colocar a Zona do Euro contra a parede e conseguir condições melhores nos termos da sua dívida. Até agora essa estratégia não deu certo e um novo pacote de ajuste fiscal indica que o rigor vai continuar. Todas as incertezas no meio do caminho causaram grandes solavancos nos mercados financeiros do mundo inteiro.

Juntou-se ao problema grego a crise que parece bater à porta da China. Muito mais relevante para o Brasil, os grandes questionamentos de lá se devem à uma possível bolha creditícia e imobiliária. A bolsa de Xangai chegou a subir 60% no ano, mas despencou 30% do seu pico em meados de junho. Um desaquecimento da economia chinesa pode causar grandes estragos no Brasil, que veria seu maior parceiro comercial diminuir muito sua demanda por *commodities*.

Jogue a crise grega no caldeirão, adicione problemas na China e coloque uma pitada generosa dos nossos problemas internos - econômicos e políticos - e temos um cenário potencialmente calamitoso. Ainda assim, o índice Ibovespa resistiu bem no segundo trimestre e teve uma leve alta, acima dos 3%, chegando próximo dos 6% positivo no ano. Acreditamos que há duas explicações para esse desempenho mediano mesmo em um cenário tão difícil: (i) os preços depreciados das ações de algumas empresas brasileiras e (ii) o fator de antecipação que existe no mercado de capitais. O desempenho das ações hoje reflete a expectativa para as companhias nos próximos anos, que podem ser o da calma depois da tempestade. A grande questão, porém, permanece: quando acaba a tempestade?

### **ENDIVIDAMENTO**

Existe um fator comum nas crises da Grécia e da China. Ambas foram motivadas por altíssimos níveis de endividamento. Enquanto o governo grego se endividava para pagar excessivos benefícios sociais, os chineses o fizeram para manter os investimentos em patamares que nenhum outro país jamais experimentou (o que deu origem, por exemplo, a diversas cidades fantasmas). Provavelmente muitos de vocês leitores também conhecem casos de pessoas que se endividaram em excesso e acabaram passando anos com problemas – alguns até perderam tudo. Mas é preciso esclarecer algumas noções sobre dívida.

Uma empresa, assim como um país, tem duas maneiras de levantar dinheiro para investir em seus projetos: (i) com seus acionistas (ou cidadãos) na forma de capital social/próprio ou (ii) pegando emprestado. Quando a empresa pega dinheiro emprestado, ela dá prioridade na destinação dos recursos que receber oriundos dos investimentos que fez para o pagamento dessa dívida. Ou seja, o credor recebe antes do acionista. Por isso, a dívida tem um custo mais barato que o dinheiro do acionista. Quem recebe primeiro tem menos risco, portanto cobra menos. É claro que o acionista não cobra juros, mas na prática

ele só investe na empresa porque está esperando um certo retorno sobre aquele dinheiro, que vem na forma de dividendos ou de valorização dos ativos da empresa.

Com a ideia acima na cabeça, poderíamos concluir que quanto mais dívida eu conseguir tomar para financiar uma empresa, melhor. Como a dívida é mais barata do que o dinheiro do acionista, o valor gerado (retorno do investimento menos custo do dinheiro) é maior quanto mais dívida eu usar. É a chamada alavancagem. Mas claro que na prática as coisas não funcionam bem assim.

O banco que empresta o dinheiro não é bobo. Ele sabe que quanto maior a dívida de uma empresa, mais fluxo de caixa futuro está comprometido para aqueles pagamentos. Ou seja, qualquer tropeção nos investimentos pode significar o não recebimento do pagamento daquele dinheiro que foi emprestado. Logo, o primeiro real que uma empresa toma emprestado é muito mais barato que o último real. Quanto maior a dívida da empresa, maior o custo de se captar novas dívidas.

Juntando esses conceitos, a conclusão a que se chega é que existe um nível de dívida ideal para empresas e países. Ela pode ser uma forma barata de se conseguir dinheiro para investir em projetos que vão gerar bons retornos no futuro. Mas quando for exagerada, a dívida pode acabar com o capital de uma empresa caso um projeto não dê o retorno esperado no período esperado. Os juros ficam cada vez maiores e o processo entra em uma espiral que leva a falência de empresas e a quebra de países.

Claro que toda essa explicação é uma simplificação. Para quem se interessar sobre o assunto, há diversos outros aspectos a se considerar, como o benefício tributário que a dívida gera nas empresas (juros geram abatimento de imposto de renda). Também deve se pesquisar o modelo de Modigliani & Miller (ambos ganhadores do Nobel de Economia em anos diferentes), que mostra como o valor gerado por uma companhia deveria ser indiferente a sua estrutura de capital caso não houvesse o benefício tributário. Isto porque à medida que o endividamento aumenta o custo do dinheiro do acionista também aumenta, dado seu maior risco incorrido, o que mantém o custo ponderado de capital da empresa igual.

## **CARTEIRA LOCAL**

Tivemos um trimestre com desempenho negativo na carteira local, que caiu 2,1% no período e acumulou queda de 4,7% no ano. Com algumas empresas exportadoras no *portfolio*, sofremos tanto com os problemas da China que derrubaram o preço de algumas *commodities* como com o fraco desempenho econômico interno, derrubando o consumo de diversos bens.

A maior contribuição negativa veio de Gerdau. Com a retração dos setores de construção e automotivo no Brasil, a demanda por aço caiu muito. Os preços internacionais, cotados em dólar, seguem próximos das mínimas de vários anos. Além disso, a empresa se envolveu em episódios que mancharam a imagem da sua governança corporativa e, com isso, a confiança dos investidores na equipe de gestão e nos controladores já não é a mesma. Nem mesmo a pequena melhora na operação dos EUA foi suficiente para dar um alívio para o papel. As ações da Metalúrgica Gerdau, holding do grupo, despencaram mais de 40% no trimestre. Ao longo do período trocamos ações da holding por ações da Gerdau S/A, companhia operacional, que sofreram menos no período. Continuamos avaliando de perto o caso.

Outra empresa que continuou sofrendo no trimestre foi Vale. Com o minério de ferro na casa dos US\$50/t e perspectivas nada animadoras para o futuro, sua geração de caixa nos próximos 12-18 meses está comprometida. Tendo isso em vista, reduzimos a posição para 5% do fundo, sendo metade dela via ações da Bradespar, atualmente com desconto próximo de 40%, bem acima da média histórica de 15%.

As ações do Itaú também não tiveram um grande desempenho, com queda de pouco mais de 2%. O principal temor do mercado é como a recessão no Brasil vai afetar os indicadores de inadimplência do banco. Não vemos muito risco em relação a isso, dado os altos níveis de provisão e cobertura da carteira do banco. Sem contar o desempenho da parte de seguros e serviços, que tende a melhorar ou se mostrar bastante defensiva em momentos de crise. Negociando com múltiplos de Preço/Lucro e Preço/Valor Patrimonial abaixo da média histórica e com a qualidade e recorrência de resultados que oferece, achamos as ações do banco muito atrativas, por isso as mantemos como nossa maior posição com aproximadamente 25% do fundo.

A Vanguarda Agro foi mais uma investida que teve um desempenho neutro no trimestre. Apesar de acreditarmos que a empresa conseguiu dar o salto operacional que precisava, com uma bela colheita de soja na safra 2014/15 e boas perspectivas para o algodão, os investidores ainda estão desconfiados com a capacidade da empresa de gerar resultados nos próximos anos e de arcar com os custos de sua dívida. O processo de reestruturação está avançando, mas ainda há um longo caminho pela frente.

Do lado positivo, BM&F Bovespa teve uma alta discreta, por volta de 5%. Um negócio com margens altíssimas, baixa necessidade de capital e grandes barreiras de entrada, faz com que a empresa gere mais de 8% de caixa por ano em relação a valor de mercado da operação brasileira (ex participação na CME). Uma excelente oportunidade para investirmos e que já representa mais de 9% do fundo.

Mas o grande destaque de alta do período foi T4F. Com a confiança de que a empresa vai apresentar um bom resultado no ano, depois de cortar muitos custos e se livrar do Cirque du Soleil que ao final era muito custoso para a empresa, as ações subiram mais de 65% no período. E ainda pode vir mais, já que a linha de patrocínios, o ganha-pão da empresa, ainda sofre com a crise no Brasil. Se retomasse os níveis de 2011 e 2012 nessa linha, a empresa poderia ter um EBITDA 2 ou 3x melhor que o esperado para 2015.

Uma de nossas maiores convicções atualmente, Gafisa teve um bom desempenho, com 11% de alta no período e hoje representa quase 15% da nossa carteira. Os resultados da empresa estão melhorando mesmo em um péssimo momento do mercado imobiliário, principalmente o de média e alta renda. Em compensação a operação de baixa renda, Tenda, tem evoluído, com níveis saudáveis de venda e margens operacionais acima da expectativa.

Para terminar, vale falar da nossa nova investida, Guararapes. Ainda pequena no portfólio, com pouco menos de 3% da carteira, acreditamos ser uma excelente oportunidade e, portanto, devemos aumentar nossa posição ao longo do tempo. Dona das lojas Riachuelo, a empresa é verticalizada, com duas fábricas têxteis no NE, 270 lojas e sua própria financeira. Os investidores têm vendido as ações da empresa principalmente pelo desempenho fraco das vendas e pelo medo de que a carteira de crédito (quase metade das vendas é financiada) sofra com o aumento do desemprego. Reconhecemos esses problemas, mas com um histórico de 50 anos e diversos ativos imobiliários que aumentam a margem de segurança do investimento, não achamos justificado a empresa negociar com um desconto de quase 50% em relação ao seu Preço/Lucro histórico, ainda que a relevância do resultado financeiro tenha aumentado nos últimos anos.

## **CARTEIRA INTERNACIONAL**

O segundo trimestre foi morno para nossa carteira internacional. Enquanto o índice S&P 500 ficou estável, tivemos uma leve desvalorização de 2% em USD que foi complementada com uma depreciação de 3,3% do dólar. Isso nos parece um suspiro momentâneo antes de uma nova onda de forte depreciação do real, especialmente a partir do momento em que o tão prometido aumento de juros nos EUA acontecer.

Desfizemos totalmente nossas posições em Intel e Alcoa, realizando ganhos recentes e concentrando a carteira em papéis que temos mais confiança ou que sejam mais conservadores. Isso reflete nossa precaução com o momento da bolsa americana, que nos parece bem precificada. Mas algumas oportunidades ainda se destacam.

A mais clara delas é Citi. O banco parece totalmente curado da crise de 2009 e pronto para crescer e voltar a ser rentável, se aproveitando de sua base de varejo global, algo que nenhum outro banco possui igual. A carteira dos títulos podres, separada da carteira “boa” depois da crise, está diminuindo bastante, e algo que já chegou a ser quase 50% dos ativos do banco hoje está por volta de 6% do total e caindo trimestre a trimestre. A rentabilidade considerando somente a carteira “boa” já está acima dos 10% (ROE), e o consolidado tende a caminhar para esse patamar. Com isso, a relação Preço/Valor Patrimonial do banco deveria se ajustar para os níveis dos seus concorrentes, propiciando um bom retorno para os acionistas.

Não há grandes novidades nos outros investimentos. Johnson & Johnson, representando 15% da carteira, é nossa ação defensiva, uma empresa de produtos farmacêuticos e saúde que não costuma sofrer com crises. Bed Bath & Beyond, com 10% da carteira, é altamente geradora de caixa e está em um setor, o varejo de produtos domésticos, que vem sendo impulsionado pela retomada do mercado imobiliário americano. É o papel que pode oferecer o maior retorno da carteira internacional.

Além dessas posições, mantemos a alocação de quase 60% do fundo em ETFs do S&P 500 ou ações da Berkshire Hathaway, *holding* gerida por Warren Buffet. Ambos os investimentos são modos de se comprar uma cesta diversificada de ações, fugindo de riscos específicos de empresas, mas mantendo a crença no crescimento das economias americana e mundial e na valorização do dólar frente ao real.

## **EXISTE ESPERANÇA**

No nosso último relatório fizemos algumas previsões sobre o que esperar para os próximos três meses. Acertamos algumas e erramos outras, tudo dentro da famosa margem de erro. A única conclusão que tiramos é que prever o futuro é um exercício de completa aleatoriedade. Por isso agora não vamos mais falar o que vai acontecer, mas o que pode acontecer.

O momento é de cautela. A crise na Grécia está estabilizada mas longe de resolvida. Na China ainda tem muita água pra rolar e a situação pode piorar, mas com a grande “vantagem” de ser um país com um governo com total autonomia para mudar os rumos quando e como quiser. No Brasil, a estratégia da oposição parece ser fazer a presidente Dilma sangrar o máximo possível e deixar ela cair sozinha. Mas se 2015 já é um ano perdido para a economia local, é possível que as medidas de austeridade comecem a dar resultado em 2016, reanimando o doente e colocando em risco essa estratégia da oposição.

Nossas carteiras, conforme descrito anteriormente, refletem a cautela que acreditamos ser necessária diante de tantas incertezas. Por isso diminuimos algumas posições mais dependentes de fatores externos. Mas, ao mesmo tempo, ela carrega uma esperança de que as coisas não vão sempre dar errado e boas empresas conseguirão reagir e aproveitar as oportunidades que surgem em momentos de crise.

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.