

CARTA TRIMESTRAL
Outubro de 2015

Caro Cotista,

Não precisa ser dito que estamos passando por um momento difícil no Brasil. Que a crise é abrangente, complexa e de difícil solução, ninguém duvida. É muita coisa ao mesmo tempo: crise ética, moral, política, social, de valores. Tudo isso retroalimentando uma crise econômica financeira que envolve profundamente não somente as finanças públicas, mas também aquela que historicamente sempre foi a incontestável maior empresa brasileira, a Petrobras. *Charlie Munger*, o menos conhecido, mas não menos importante sócio de *Warren Buffett*, cunhou um conceito muito interessante, que pode de alguma maneira explicar o atual momento brasileiro, o *Lollapalooza Effect*. *Charlie* argumenta que esse efeito acontece quando múltiplos vieses, tendências ou modelos mentais agem ao mesmo tempo e na mesma direção. O resultado desse efeito é obviamente algo extremo. Podemos estar perto de um desses momentos aqui no Brasil e a boa notícia é que pode sair algo positivo disso. Existem indícios de que a sociedade brasileira optou por encarar os problemas, obviamente com todas as dificuldades que isso acarreta. Portanto existe sim luz no fim do túnel. Mas uma coisa pode ser dita: o processo será turbulento e demorado. E com tudo isso no horizonte, não seria impreciso dizer que estamos vivendo um momento “nunca antes na história desse país” e que dessa vez não se trata de uma “marolinha”.

Mas o que isso tem a ver com o nosso negócio de comprar participações em empresas na bolsa de valores? Porque estamos trazendo esse assunto à pauta? Estamos abordando o assunto, pois, nesses últimos trimestres, optamos por manter um nível de caixa maior que o comum, dado o nível elevadíssimo de incertezas no radar. E manter caixa no fundo tem seus prós e contras.

No lado positivo, ter caixa possibilita e melhora a tomada de decisão mais importante que temos de fazer na gestão de recursos: a de comprar e vender pedaços de empresas na bolsa. Não precisar comprar nada quando se está vendendo algo, ou vice-versa, torna a decisão de investimento mais racional e menos reativa. Vender algo que caiu 40% para comprar algo que caiu 60% não é uma decisão qualquer. Outro aspecto importante de se ter caixa é a liberdade que nos dá para comprar quando ninguém está comprando (menos competição pelos ativos). Ter caixa também traz proteção contra tempestades. Em mercados ruins, a parcela em caixa, desde que não esteja aplicada em ativos de risco, não desvaloriza. Se enxergarmos o caixa da mesma maneira que *Warren Buffett* enxerga, ou seja, como uma opção de compra (*call option*) em qualquer classe de ativos a qualquer momento, sem preço de exercício (*strike price*), nos colocamos muito bem estratégica e emocionalmente para tomar decisões difíceis de investimento em momentos turbulentos. Aqui no Brasil ainda há outro aspecto importante. Essa opção de compra é remunerada a elevados 14% a.a. atualmente. Outro grande investidor, *Seth Klarman*, do *Baupost Group*, argumenta que uma das maiores ferramentas que o investidor tem em suas mãos é a possibilidade de se dizer não quando tem que se dizer não. Ter a flexibilidade de poder estar em caixa em alguns momentos te dá essa opção sem maiores custos.

No lado negativo, existe naturalmente um custo de oportunidade, que pode ser alto ou baixo, a depender do momento de mercado. O mercado pode subir bastante e você perder o *rally* nessa parcela que estava então em caixa. Lidamos com esse risco todo dia. Além disso, poderá sempre existir o questionamento se não devíamos estar totalmente investidos o tempo todo já que somos um fundo de ações e somos remunerados por isso.

O fato é que o mercado brasileiro é um dos mais voláteis do mundo e, por conta disso, de tempos em tempos, temos oportunidades de comprar pedaços de negócios bons a preços razoáveis. E, na atual conjuntura brasileira, quando não conseguimos planejar nem sequer a próxima semana, esses momentos de alta volatilidade têm se acentuado.

Não olhamos o caixa como algo estrutural. Pelo contrário. Somos investidores de empresas. Gostamos de empresas. Acreditamos em empresas como forma de criação de valor no longo prazo. Empenhamo-nos para ajuda-las nas suas decisões empresariais. Enfim, torcemos por elas. Mas às vezes, quando os preços de suas ações não trazem uma equação interessante de risco e retorno, o melhor a fazer é dizer não.

Ter esse caixa elevado pode significar que não estamos conseguindo achar oportunidades na bolsa. Mas pode significar também que, diante desse cenário de extrema volatilidade que estamos vivendo, quando um modelo todo de política econômica está sendo questionado e, portanto, muita coisa pode mudar daqui para frente, estamos sendo os mais diligentes possíveis na hora de analisar as empresas e os seus gestores. E, principalmente, os seus preços perante as perspectivas que temos pela frente. É verdade também que gostamos muito desses momentos, mas queremos agir somente quando tivermos uma vantagem clara.

Estamos a todo vapor analisando novas oportunidades, virando pedra sobre pedra em busca de boas empresas para investir a preços interessantes. Mas enquanto não as encontramos, é melhor estacionar os recursos, temporariamente, em caixa, a comprar empresas com retornos inadequados.

PORTFOLIO FIA

Nossa carteira local continua tendo o Itaú como a maior posição. O *valuation* atual embute uma deterioração muito mais acentuada da economia brasileira. Não discordamos de que as coisas ainda vão piorar antes de melhorar, mas o fato é que o time de gestão do Itaú enxergou, muito competentemente, que um novo ciclo de deterioração iria acontecer cerca de 3-4 anos atrás e vem desde então calibrando as práticas de concessão de crédito para esse novo cenário. Portanto vemos o Itaú muito bem posicionado para navegar esses tempos turbulentos. Além disso, confiamos na posição estratégica do banco e na sua capacidade de se aproveitar de oportunidades em cenários de crise, como a história nos mostra. Por isso continuamos tendo o Itaú como a nossa maior posição.

Nosso segundo maior investimento atualmente é Gafisa, que embora seja uma história bastante *contrarian*, é um caso que acompanhamos há muitos anos de dentro e acreditamos ter uma visão diferenciada da situação da companhia. A empresa vem melhorando a cada trimestre, principalmente o negócio de Tenda que até poucos trimestres atrás era considerado uma dor de cabeça e um diminuidor de valor para a companhia – hoje vemos uma situação oposta. Acreditamos tanto no caso que até lançamos recentemente um fundo específico de Gafisa.

Na sequência vem nossa posição em BMF Bovespa (BVMF), uma empresa que gera muito caixa e ainda tem um ativo dolarizado dentro: participação de 4% na Chicago Mercantile Exchange (CME), que equivale a aproximadamente 25% do valor de mercado da BVMF atualmente. A operação brasileira, excluindo a posição na CME e fazendo os ajustes necessários, negocia a múltiplos muito baixos para a qualidade e previsibilidade de geração de caixa que esse negócio tem. O grande destaque do trimestre foi o anúncio de desinvestimento parcial da posição de CME. A BVMF vendeu muito bem 1% dos 5% que detinha, aproveitando o dólar próximo de R\$ 4,00 e a ação da CME próxima do *all time high* para embolsar R\$ 450 milhões de lucro contábil e R\$ 1,2 bilhão de lucro “caixa” com essa operação. Esses recursos deverão ser retornados aos acionistas. Mas, do ponto de vista estratégico, nada mudou para a companhia que mantém seu assento no conselho da CME e continuará com a parceria tecnológica para o

desenvolvimento de novos produtos. Desinvestir de CME, mesmo que parcialmente, estava nos nossos desejos quando decidimos investir no caso.

Outra empresa que merece destaque nesse relatório é Gerdau. Optamos por trocar o nosso investimento na holding Metalúrgica Gerdau (GOAU) pela operacional Gerdau S.A (GGBR). O que motivou essa mudança foi que a estrutura de capital da GOAU, que depende invariavelmente de dividendos recebidos da operacional GGBR para arcar com suas obrigações, se deteriorou substancialmente ao longo deste ano. Conseguimos fazer a troca a preços muito favoráveis. Hoje o desconto de *holding* está beirando os 50%, nível não visto há muito tempo. Como não temos visibilidade do que será feito para equalizar a estrutura de capital de GOAU, nem como isso será feito, preferimos não interpretar esse desconto como uma oportunidade e migramos nossa posição para GGBR num nível de desconto próximo dos 25%.

Das demais posições, T4F se prepara para entregar um primeiro ano limpo dos efeitos nocivos da concorrência irracional de 2012. Os eventos de música tem tido boa aceitação, o *pipeline* para os próximos 12 meses é robusto e o ambiente competitivo melhorou significativamente. Guararapes, que é outro caso um pouco menor no portfólio, continua bastante descontada e precipitando uma deterioração muito maior do que imaginamos.

E não podíamos terminar sem falar da posição em caixa, que tem oscilado entre 15 e 20% nos últimos meses, nível esse muito acima do que estamos acostumados a trabalhar. É a nossa bala de prata.

Na nossa próxima carta falaremos de duas novas posições que estão sendo montadas no setor de infraestrutura e de alimentos.

PORTFOLIO FIEX

No FIEX, não houve grandes mudanças na composição da carteira. A maior posição do fundo continua sendo o *ETF* de *S&P 500*, seguido das posições em *Berkshire Hathaway*, *Citi*, *Johnson & Johnson* e *Bed Bath & Beyond*. Não tínhamos nenhuma posição de caixa no fechamento do trimestre. O destaque do período foi para o real, que finalmente se depreciou 27,2% e começou a refletir melhor os fundamentos da economia brasileira.

Do lado das empresas, o índice *S&P 500* teve uma desvalorização de 7,0% no trimestre, puxado principalmente por uma crescente preocupação de um eventual *hard landing* na economia chinesa que poderia prejudicar o crescimento global como um todo.

Berkshire Hathaway (BH), a segunda maior posição, se desvalorizou 4,5% no período, em linha com o mercado. No ano, o recuo é de 13,6%. Acreditamos que essa queda foi exagerada. BH negocia atualmente a 1,3x B/V, métrica que o próprio *Warren Buffett* usa para medir o valor de seu conglomerado. Esse patamar é baixo para a qualidade de *earnings* que esse negócio oferece. A média histórica está por volta de 1,4x e o *book value* tem potencial para crescer dois dígitos baixos ao ano nos próximos anos.

Citi, por sua vez, recuou 10,2% no trimestre, puxado pelo adiamento mais uma vez da tão esperada alta de juros nos EUA, algo que beneficiaria os bancos, incluindo o *Citi*, diretamente. Continuamos acreditando no banco que vem melhorando operacionalmente trimestre a trimestre.

Johnson & Johnson recuou 4,2% no período, em linha com o mercado, e *Bed Bath & Beyond* (BBBY) teve o pior desempenho da carteira, recuando 17,3% no período. No caso de BBBY, que é a nossa menor

posição, estamos apostando que a companhia continuará sendo a líder do seu segmento de *home products* e que os investimentos que têm sido feitos para desenvolver toda a plataforma *online* se pagarão num futuro próximo. Enquanto a companhia investe, o mercado nos dá oportunidade de comprar uma grande varejista americana a 11x P/E 2015 e 10x P/E sobre o consenso de 2016. Além disso, a BBY anunciou mais uma programa de recompra de ações no total de \$2,5bi (~25% do valor de mercado da companhia).

Agradecemos a contínua confiança de todos os nossos investidores. Se quiserem conversar sobre esse tema ou qualquer outro, por favor, não hesitem em nos contatar. Gostamos de ouvir.

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.