

## CARTA TRIMESTRAL

**Julho de 2016**

O segundo trimestre de 2016 foi marcado por mais um período de muitos altos e baixos tanto no campo político quanto no campo econômico. No político, a votação a favor da abertura do processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff na Câmara dos Deputados trouxe de volta alguma esperança para boa parte da população. Já no campo econômico, veio à tona no 2T16 a situação precária em que o país foi deixado depois de 13 anos de governo PT. Os números são horríveis e ainda nem temos o diagnóstico completo da situação. Porém, os agentes econômicos começam a enxergar a possibilidade de melhora com a possível legitimação do novo governo.

Há de se admitir que o presidente interino, Michel Temer, foi muito sábio em reconhecer que a economia tem que ser a prioridade do seu governo. Montou uma equipe econômica que há tempos não se via no país e a blindou politicamente. Pelo menos até agora. As primeiras semanas de trabalho já mostram uma mudança estrutural no discurso. Existe agora um enfrentamento dos nossos reais problemas. Ponto para eles.

Mas, nas demais áreas do governo, o que prevaleceu na escolha das pessoas foi um amplo acordo político, justificado pela necessidade de se formar a tal coalizão para aprovar as mudanças no congresso nacional. Trocaram os jogadores, não mudaram as regras. Muitas concessões políticas virão por aqui... E com quais consequências para a sociedade?

Como já escrevemos nas últimas cartas, acompanhamos essa crise com bastante cautela. Trata-se de um emaranhado de problemas interconectados e interdependentes de difícil resolução. Também já comentamos em outras ocasiões que não acreditamos em soluções fáceis para problemas difíceis. O que o momento exige são soluções estruturais e permanentes e não soluções temporárias e tapa-buracos. Portanto, embora o país tenha no momento alguma liderança e algum bom senso, o trabalho está só começando e a situação continua delicadíssima.

Nos mercados, o que vivenciamos foi um ajuste muito rápido de expectativas por parte dos investidores, que voltaram a se animar com a possibilidade de alguma melhora. O Real voltou a se valorizar frente o Dólar, subindo 10,6% no 2T16. No ano, é a segunda moeda que mais se valorizou (+18,8%) no mundo. A bolsa brasileira teve comportamento similar, tendo subido 2,94% no 2T16 e 18,9% no ano.

Esse “rali” na bolsa produziu a famosa *expansão de múltiplos*, que ocorre normalmente por duas razões: (i) expectativa pelos investidores que os resultados futuros das companhias serão melhores que os atuais e (ii) redução da taxa de desconto desses resultados futuros. Ou seja, no jargão financeiro, o mercado colocou no preço dos ativos, hoje, a combinação de que os resultados futuros das companhias serão melhores e a taxa de desconto desses resultados será menor.

Como investidores de empresas que somos (*bottom-up*), temos que olhar essas premissas no caso a caso, e somente assim julgar se os novos preços dos ativos refletem uma realidade provável ou se existem exageros (tanto para cima quanto para baixo). Portanto o nosso trabalho é diferenciar quais empresas conseguirão entregar resultados melhores no futuro e quais empresas realmente merecem taxas menores de desconto. Mas uma coisa é certa: as empresas rentáveis, líderes em seus segmentos, bem capitalizadas e com gestão alinhada e de primeira qualidade têm maior probabilidade de entregar melhores resultados no futuro.

## **Teorema FIA**

Nossa postura com o FIA foi de fazer pequenos ajustes em algumas posições e continuar cautelosos no posicionamento do fundo. O portfólio continua ancorado em dois grandes negócios brasileiros (Itaú e BM&F Bovespa, que somam 30%), em “caixa”, rendendo 14% ao ano (com aproximadamente ¼ do fundo) e com as nossas duas posições estrangeiras (Berkshire Hathaway e Johnson & Johnson) que somam 10%. Mesmo diante dessa valorização do Real, decidimos manter esses 10% do fundo “comprados” em Dólar. O restante do portfólio (35%) continua dividido em nove posições, sendo as maiores Gafisa, Time For Fun, M Dias Branco e Guararapes.

A novidade do trimestre é que voltamos a investir na Valid, empresa que acompanhamos há muito tempo. Um conjunto de fatores (dores do crescimento acelerado via aquisições, piora no mercado de meios de pagamento no Brasil por conta da retração econômica, problema operacional na operação americana e endividamento um pouco maior que o normal) fez com que o mercado penalizasse as ações da Valid. No fechamento do 2T16, na contramão do mercado, VLID3 caía 35% no ano, o que nos animou a voltar a olhar o caso. Nossa interpretação é que esses problemas não são estruturais e que o time de gestão é muito competente para lidar com a situação. Portanto enxergamos essa fraqueza momentânea como uma boa oportunidade de compra. Vale ressaltar a transformação que a companhia teve desde quando iniciamos nosso primeiro investimento em 2008. Na época a então AB Note tinha 90% da sua receita no Brasil e atuava em três segmentos (cartões, sistemas de identificação e serviços gráficos). Hoje a companhia fatura 3x mais, tem somente 50% de suas receitas vindas do Brasil, atua em mais segmentos, tem plantas em cinco países, vende para mais de 40 países e está posicionada em segmentos de alto crescimento mundo afora como o de cartões SIM, cartões EMV e futuramente para o potencial enorme mercado de *Internet of Things (IoT)*. Parece um caso interessante.

## **M Dias Branco**

No 2T16, MDIA3 foi nosso maior destaque de alta, subindo 57,2% no período e 59,2% no ano. Divulgados os resultados do 1T16 no início de maio, parte das dúvidas do mercado relativas à deterioração dos negócios foi dissipada. As quedas nos volumes vendidos de biscoitos e massas foram menores que as esperadas e, de quebra, a companhia reportou aumentos de preços médios de 12,0% e 13,7% (versus 1T15), respectivamente. Com isso, os investidores se lembraram da força competitiva da companhia, leitura que foi reforçada pelos executivos na teleconferência, em que indicaram que “o pior já havia passado”. Soma-se a isso a apreciação do Real frente o Dólar desde então, da ordem de 10%, que reduzirá os preços em Real do trigo, principal matéria-prima da empresa. Preços em alta e custos em baixa são uma combinação óbvia e poderosa para expansão de margens nos próximos meses. Por fim, no

final de junho, especulações sobre uma eventual venda da M Dias para uma multinacional ganharam força. Algo importante e inesperado motivou esse boato: o falecimento do Sr. Ivens, controlador, presidente do Conselho de Administração e principal responsável por transformar uma padaria de Fortaleza na maior empresa de massas e biscoitos da América Latina. Como acreditamos na capacidade dos executivos da empresa e enxergamos ainda bons prospectos para o negócio, manteremos nosso investimento em M Dias. Porém, dado seu novo nível de *valuation* e a ruptura histórica no controle (falecimento do Sr. Ivens), reduzimos um pouco nossa posição.

### **Teorema FIEX**

No FIEX, a única mudança importante no *portfolio* foi o início do investimento em Nestlé, que teve sua compra financiada por diminuição da posição em S&P 500. De resto, continuamos com as posições em Berkshire Hathaway, Johnson & Johnson, Citigroup e nos bonds da BM&F Bovespa, Bradesco e Caixa Econômica Federal.

Nestlé, sem dúvida, é um dos grandes negócios do mundo. Com ela também aumentamos nossa exposição ao consumo mundial de alimentos. A companhia, de 150 anos de idade, possui um portfólio vasto com grandes marcas mundiais (*Nestlé, Nespresso, Nescafe, KitKat, Nestea, Nido / Ninho, Purina*), que dão resiliência e rentabilidade para o seu negócio. Ela possui um excepcional histórico de crescimento, geração de valor e de criação de marcas, o que comprova a capacidade da empresa de se reinventar. Além disso, possui uma capilaridade mundial fora de série, estando presente em 189 países dos 195 existentes no mundo.

A desconfiança quanto à força do crescimento mundial e alguns itens não recorrentes no resultado da Nestlé criaram a oportunidade para iniciarmos nossa posição na empresa. É uma ação negociada perto de seu valor justo, porém achamos o negócio muito bom. Acreditamos que o retorno do investimento será parecido com o retorno do negócio (9-10% ao ano em moeda forte), o que por si só é bastante atrativo.

### **Teorema Gafisa**

Os dois segmentos do setor de construção civil continuam vivendo realidades opostas. O segmento de baixa renda continua a mostrar resiliência, com vendas saudáveis e a operação de *ramp-up* de Tenda em curso. Margens saudáveis, distratos controlados e evolução do receitamento deram o tom positivo no resultado de Tenda no 1T16. O risco que enxergamos neste segmento é dependência de Caixa Econômica e Banco do Brasil no financiamento imobiliário.

Já o segmento de média-alta renda, representado por Gafisa, vem sofrendo com vendas mais baixas e distratos. A consequência disso foi sentida de forma relevante no resultado do 1T16. Os cancelamentos de vendas resultam em menor receitamento e menor margem bruta para o segmento. Contabilmente a empresa tem que devolver a receita e os lucros já contabilizados em períodos anteriores, o que afetou bastante os resultados no trimestre. Para tentar evitar essa turbulência contábil, a Gafisa aumentou sua provisão para distratos no 1T16. Este resultado ruim no segmento Gafisa fez com que o mercado punisse a ação, que caiu 22,4% no período. No ano, a ação cai 14,1%.

Hoje a Gafisa está avaliada em mercado próxima a R\$ 770 milhões. Achamos que ela tem ativos que valem bem mais que isso. Apenas a participação de 30% em Alphaville foi avaliada em R\$ 600 milhões (se considerado o valor da última transação); também acreditamos que a operação de Tenda sozinha vale no mínimo algo parecido com isso.

Embora as perspectivas de curto prazo continuem difíceis (principalmente no segmento Gafisa), achamos que a empresa segue subavaliada pelo mercado. Por isso mantemos o investimento e enxergamos uma valorização importante a vir no futuro.

### **Teorema Itaú Unibanco**

Atualmente, a principal discussão relativa a Itaú é quão bem provisionado está o banco e quão perto estamos do fim do ciclo de aumento de inadimplência.

2016 será um ano de aumento de inadimplência fruto da recessão na economia brasileira, aumento de desemprego, renda das famílias mais apertadas e empresas ainda alavancadas. Em anos como esse, o resultado do banco sofre, pois ele deve constituir mais despesas de provisões para devedores duvidosos e assim os lucros e retornos do banco diminuem. Esperamos uma queda entre 15% a 20% nos lucros do banco este ano, com retornos sobre o patrimônio líquido na casa dos 17% a 18%, principalmente pelo aumento da inadimplência.

Porém, em anos de estabilidade ou queda de inadimplência, um banco, se bem administrado, tem despesas de provisão menores e, com isso, um poder de geração de lucro maior. E por isso esses dois grandes temas citados acima são constantemente discutidos por nós: quão bem provisionado está o banco? E quão perto estamos do fim do ciclo de inadimplência?

Em nossa visão, o banco continuará a sofrer perdas com inadimplência, porém conseguirá suportar bem esse período (acreditamos que está bem provisionado). E o Itaú emergirá da crise mais forte, conseguindo produzir novamente retornos da ordem de 20% sobre o patrimônio líquido.

Quando isso acontecer, acreditamos que a ação do Itaú voltará a negociar perto de suas medianas históricas de 2,0x – 2,3x Preço/ Valor Patrimonial. Se esta nossa hipótese estiver correta, a ação do Itaú dará um retorno em torno de 20% a 25% ao ano para seus acionistas.

---

Mais uma vez agradecemos a confiança depositada e nos colocamos inteiramente a disposição para discutir qualquer assunto dessa carta ou outro de seu interesse.