

## **Nebraska Capital - Relatório de Investimentos - Abril de 2015**

Esse é o primeiro relatório de investimentos da Nebraska. Nestes relatórios pretendemos atualizar os nossos atuais e potenciais acionistas sobre nossos principais investimentos e quaisquer evoluções na nossa empresa, modo de operação, ou processo de investimento. O resultado do fundo e pensamentos gerais sobre investimentos continuarão a ser cobertos nas nossas Cartas Anuais. Essa primeira edição, contudo, começará com um histórico da Nebraska e uma descrição do nosso modo de trabalhar. Assim, esta primeira parte traz alguma sobreposição às Cartas Anuais, mas alguns conceitos explorados com mais detalhes aqui (em especial no segundo tópico) são importantes para entender os comentários sobre os processos que suportaram as nossas principais decisões de investimento.

### **Histórico e modo de trabalho**

Nenhum dos sócios da Nebraska tinha experiência prévia no mercado financeiro antes de fundar a empresa; portanto, não o fizemos por que administrar recursos de terceiros era uma consequência natural do nosso "estilo de vida". Não queremos com isso dizer que não estamos nesse negócio para ganhar dinheiro, pelo contrário, nos dedicamos fortemente a ele e esperamos atingir nossas ambições através da Nebraska. Mas isso é relevante, pois sendo "de fora do ramo" não temos compromissos anteriores com os procedimentos e rotinas padrões da indústria. Mais ainda, nosso passado em negócios levou nossas mentes a pensar em ganhar dinheiro com bons retornos sobre nossos ativos ao invés de ganhar com salários ou taxas por gerir ativos de terceiros.

Nós fundamos a Nebraska por que nossa experiência gerindo empresas e paixão por estudar negócios, em conjunto com leituras extensas, especialmente sobre os valiosos ensinamentos de Munger e Buffett, nos deram confiança de que tínhamos o comportamento apropriado e poderíamos nos sair bem alocando capital. Além disto, e talvez ainda mais importante, no Brasil, não víamos nenhuma empresa de investimentos aplicando os ensinamentos de nossos mentores de modo tão abrangente quanto gostaríamos. Assim, nos organizamos para oferecer um produto de investimentos diferente, que é melhor definido pelos dois tópicos que discutiremos em seguida.

### **1- Estrutura de negócios e princípios:**

A Nebraska foi moldada como as empresas de investimentos do Buffett da década de 60. Criamos uma estrutura que alinha profundamente nossos interesses aos dos nossos acionistas e tende a atrair capital de longo prazo:

- Nossa taxa de administração é muito baixa (atualmente 0,86% incluindo todos os custos legais e de custódia) e, por ela servir para cobrir apenas as despesas mensais ao invés de enriquecer os sócios, temos um acordo com os nossos acionistas que a parte da Nebraska nesses 0,86% cairá 5% todos os anos em que tivermos entrada de recursos líquida no fundo (sobre a última vez que a taxa caiu).
- Nossa taxa de performance é 25% dos ganhos excedentes ao CDI e com linha d'água permanente.
- Temos um único portfólio de investimentos. Os sócios da Nebraska não podem ter investimentos (além de renda fixa) fora deste portfólio, e devemos reinvestir ao menos 70% do que ganhamos com a taxa de performance.
- Pedidos de resgate de nossos acionistas só são computados duas vezes ao ano, no fim de junho e de dezembro, e são pagos no final do semestre seguinte.

Acreditamos profundamente que ter esses princípios fortes estimula as motivações e preocupações corretas em nossas mentes, o que por sua vez leva às rotinas e aos processos que irão definir nossa cultura e sucesso no longo prazo. Qualquer semelhança com a famosa frase de Oliver Wendell Holmes abaixo não é coincidência.

*"Cuide de seus pensamentos, porque eles se tornam palavras. Escolha suas palavras, porque elas se tornam ações. Entenda suas ações, porque elas se tornam hábitos. Estude seus hábitos, porque eles se tornam seu caráter. Desenvolva seu caráter, porque ele se torna seu destino."*

## **2- Organização, rotina e processo de investimento:**

Tendo ótimos sócios, Gabriel e Bruno, que cuidam das operações do fundo e das atividades da Nebraska em geral, e Leonardo, que administra todas as relações com clientes e parceiros, nós concentramos os estudos e decisões de investimento em duas pessoas, Rafael e Guilherme. Ambos tivemos e gerimos empresas antes da Nebraska, e não nos vemos como analistas do mercado financeiro. Seguindo a linha de pensamento do Holmes, se o fizéssemos, estaríamos dizendo ao mundo, nossos acionistas, e sócios que nosso trabalho é desenvolver frequentes opiniões e grandes ideias de investimentos. Isso, por vez, levaria a ações e rotinas que não se encaixam em nossas personalidades e seriam prejudiciais ao nosso negócio; por exemplo, levaria a uma busca incansável por valor, a uma overdose de informação, e a más decisões.

Nos vemos como co-gestores de uma holding. Não esperamos ideias de investimento um do outro; mas esperamos sim uma enorme dedicação para nos mantermos informados e aprendendo sobre os nossos investimentos atuais, investigar oportunidades quando elas aparecem dentro ou perto do nosso círculo de competência, e estudar negócios e alocação de capital de modo muito abrangente. Em resumo, seguimos o exemplo dos oito CEOs mencionados no livro "*The Outsiders*" de William Thorndike: delegamos a gestão de nossas empresas, as usamos para enriquecer nosso conhecimento, e às vezes tomamos decisões de alocação de capital pelas quais somos totalmente responsáveis.

Assim como restrições de caixa são normalmente boas para times de gestão, limites de tempo e pessoal parecem ser benéficas à nossa atividade. Nossa rotina diária é ler informações tão cruas quanto possível, tais como relatórios financeiros, formulários de referência, antigos prospectos, e documentos regulatórios. Sempre que possível falamos com clientes, competidores e administradores. Vamos a fundo em detalhes e fazemos muitas contas com relatórios financeiros do passado. Mas, em nossa visão, o mundo é muito mais imprevisível do que planilhas de Excel sugerem; portanto, evitamos gastar energia mental e tempo em testar premissas e fazer avaliações de negócios - o modelo de fluxo de caixa descontado não é uma arma do nosso arsenal. Quando conhecermos o suficiente sobre uma empresa, se o preço for correto, o valor saltará aos nossos olhos.

Nosso modelo não é único, pelo contrário, já se provou bem sucedido para vários outros, tais como o Buffett, seus recentes contratados Todd Combs e Ted Weschler, e outros. Contudo, não devemos nos esquecer de que esse modelo foi provavelmente usado por muitos que não atingiram sucesso o suficiente para serem aqui lembrados. Nós constantemente questionamos e revisamos nosso modelo e, apesar de suas vantagens serem claras e atrativas, aprendemos a identificar e respeitar as suas limitações.

Somos apenas duas pessoas focadas em estudar negócios; vivemos bem longe do centro financeiro do país; e temos menos contato com outros investidores e gestores de empresas do que a maioria de nossos competidores. Portanto, é natural que operemos numa desvantagem competitiva para entender algumas empresas - no fim desta carta mencionaremos o exemplo de um "não-investimento" que define como respeitamos esta limitação. Essas desvantagens podem tanto ser superadas com o tempo ou não. Mais ainda, precisamos definir o nosso círculo de competência e ter a disciplina para focar nele. Warren Buffett, por exemplo, fez sua fortuna principalmente em quatro setores: seguro, banco, mídia, e produtos de consumo. Assim, não temos problema em reconhecer que os negócios que entenderemos com profundidade serão poucos, e organizamos um processo para evitar a tendência natural dos seres humanos de superestimar nossas próprias capacidades - basicamente classificamos as empresas em três

grupos: (1) muito difícil de entender, (2) investimentos possíveis, mas sem muita concentração e apenas quando forem barganhas, e (3) "*core holdings*".

Com cerca de 350 empresas, mais da metade das quais totalmente fora de escopo (grupo das muito difíceis, sem liquidez, controle governamental, commodities globais, etc.), o mercado de ações do Brasil é muito pequeno para investidores em valor terem sucesso se apoiando primariamente em aspectos quantitativos; simplesmente não há empresas o suficiente para se investir usando métricas simples (baixo P/L, desconto em relação ao patrimônio) enquanto ao mesmo tempo evitar situações complexas (muita dívida, regulação ruim, etc.) e atingir a diversificação que tal estratégia requer. Por experiência (má, sendo claro), nós também aprendemos que aquelas empresas "baratas, mas não muito boas" precisam ser absurdamente baratas (e assim muito raras) para ser bons investimentos na média, por que se errarmos e pagarmos um preço justo por um mal negócio (ou mesmo um bom que retenha e aloque mal seus lucros), nosso retorno sofrerá no longo prazo, ainda mais no Brasil, onde inflação e juros reais são muito altos. Sendo assim, não esperamos que a maior parte de nossa performance venha de investimentos do grupo (2); nosso radar está ligado, todavia, e periodicamente belas oportunidades aparecem - como é o caso atualmente com algumas empresas de menor liquidez, cujas ações estão despencando por vendas forçadas de fundos enfrentando resgates de seus cotistas.

Felizmente, é da nossa natureza adorar estudar negócios e seus aspectos qualitativos, dedicar muito tempo a poucas companhias, e buscar grandes retornos junto com as empresas, não apenas da irracionalidade do mercado. Nossas ambições de longo prazo para a Nebraska também requerem que desenvolvamos essa habilidade. Alguns dos melhores investimentos do Buffett, como a compra final da GEICO, ABC Capital Cities, See's Candies e Coca-Cola, não foram bem sucedidos por ele ter se aproveitado de uma forte irracionalidade do mercado, mas sim por que ele selecionou as empresas certas para o longo prazo.

Portanto, ao longo dos anos temos cuidadosamente selecionado empresas (menos de dez até aqui) que se encaixariam como "*core holdings*", nas quais poderíamos investir para sempre e concentrar um alto percentual de nosso patrimônio. Essas empresas aparecerão no nosso portfólio em diferentes momentos e proporções de acordo com nossos julgamentos de preço de entrada, oportunidades alternativas e risco. Mas, sendo claro, não esperamos muitas movimentações dentro nessa área e não temos pressa para ver todas as empresas desse grupo no nosso portfólio.

### **Principais investimentos em 31 de março de 2015**

Como essa carta já está ficando longa, mencionaremos o racional e processo de investimento por trás de nossas posições principais, em especial Equatorial e Vivo, mas

entraremos em maiores detalhes apenas sobre Itaú. Também explicaremos o "não-investimento" como dito antes. Dado que somos acionistas de longo prazo, certamente cobriremos em maiores detalhes outros investimentos em relatórios subsequentes.

Nesse ponto é importante mencionar que dedicamos um bom tempo para pensar sobre qualquer coisa que possa perturbar nossa racionalidade. Como demonstrado por Robert Cialdini, autor de "*Influence*", colocar opiniões no papel cria um tipo de comprometimento que é certamente prejudicial para investidores que precisam ser capazes de mudar de ideia se os fatos e circunstâncias assim apontarem. Então, nós tentaremos anular o lado ruim de escrever sobre o racional de nossos investimentos (é a primeira vez que o fazemos) ao declarar claramente (e talvez criar um comprometimento no sentido oposto) que tudo o que mencionarmos abaixo representa nossos pensamentos atuais, sobre os quais reavaliações e/ou novos fatos podem causar mudanças significativas.

### **1- Itaú (34.7%):**

O Itaú é um de nossos maiores investimentos desde que lançamos o fundo, em Agosto de 2011. Naquele ponto, já sabíamos que a atividade bancária de varejo é um negócio intrinsecamente bom em quase todos os lugares e que no Brasil, dada a concentração de mercado, é ainda melhor. O Itaú tem tido belos resultados; desde 2003 sua taxa de retorno anual sobre o patrimônio líquido e dividendos foi de 24,2% e o retorno de suas ações, incluindo dividendos, foi de 21,5% (para Itaúsa, a empresa controladora). Desde 1997, tais retornos foram 25,3% e 27,0% respectivamente. Retornos históricos não garantem sucesso contudo. Precisamos entender a história por trás de tais retornos e como ela se conecta com o ambiente atual.

No início do período de transição do Plano Real (meio da década de 90), nossa indústria bancária era baseada em bancos regionais (muitos estatais) que focavam em lucrar com depósitos de baixo custo em um ambiente de alta inflação e emprestar dinheiro a taxas muito altas, primariamente para grandes empresas (normalmente com controle em comum) e para o governo. Com a inflação estabilizada, regras contábeis e regulação mais severas pelo Banco Central, e um mercado em desenvolvimento, bancos ineficientes foram rapidamente incorporados pelos poucos sobreviventes que tinham gestão e balanço para andarem bem no novo ambiente. A evolução na parte de varejo do negócio, em termos de tecnologia, canais de distribuição, e cumprimento de regras para servir uma base de clientes em expansão se provou um forte fator a favor da consolidação. No fim, nossa indústria bancária tem cinco grandes companhias nacionais, duas das estatais, que controlam mais de 80% dos depósitos e um percentual ainda maior das contas de pessoas físicas.

O ritmo de evolução não parece ter diminuído. O Itaú segue investindo mais de R\$2,00 bilhões anualmente em software e hardware, e cortou sua força de trabalho no Brasil de mais de 98 mil funcionários para menos de 87 mil entre 2011 e 2014. Flutuações de curto prazo a parte, as taxas de juros têm caído, e o balanço dos bancos se expandiram expressivamente. Ambos fatores levaram a um ambiente muito mais competitivo por empréstimos, trazendo margens para baixo e empréstimos mais arriscado para dentro dos bancos.

Neste contexto, sobre a situação econômica do Itaú no futuro, é difícil imaginar competição de outros além de Banco do Brasil, Caixa, Bradesco e Santander; portanto, entender a posição do Itaú dentro da indústria, comparando-a com a desses competidores é o que realmente importa. O controle do Itaú é compartilhado entre duas das famílias mais bem sucedidas do país (Setubal e Moreira Salles), enquanto o Bradesco tem controle bem pulverizado e o Santander pertence à matriz espanhola. Assim, para começar, cremos que o Itaú tem uma vantagem do ponto de vista de alinhamento de interesses, o que ao longo do tempo traz decisões mais racionais.

Decisões racionais, por sinal, é o nome do jogo para altas taxas de retorno no futuro. De acordo com os gestores do Itaú (e nenhuma surpresa para aqueles que estudam o negócio em economias desenvolvidas), os maiores retornos do banco não vêm de empréstimos, mas sim de um vasto grupo de serviços, tais como o sistemas de cartão de crédito (emissão, adquirência, serviços), tarifas, seguros, banco de investimentos, e outros. O Itaú é tido como o banco da classe média, o que deve ajudar em relação ao crescimento dessas rentáveis linhas de negócio. Obviamente precisa-se de empréstimos para atrair clientes que irão usar esses outros serviços, mas o modo de se abordar essa questão é muito importante.

Em 2011 e 2012, a fortaleza econômica do Itaú e do Bradesco estavam em cheque, pois o governo usava o Banco do Brasil e a Caixa numa campanha pública para comprimir margens; ainda, os efeitos de um ciclo de dez anos de crescimento muito alto apareceram na forma de altas taxas de inadimplência em algumas carteiras de crédito. Para nós, o nível de racionalidade do Itaú e do Bradesco era o que definiria o resultado para eles naquele momento, e ainda é o que importa olhando para a frente. A razão para isso é que esses dois bancos são tão grandes e relevantes para a economia brasileira que o país simplesmente precisa de suas fontes de recursos baratas e de seus canais de distribuição para seguir em frente; portanto, está na mão de seus administradores decidir se brigam por participação de mercado no curto prazo ou se mantêm-se racionais, preservam a qualidade de seus ativos, e melhoram suas posições competitivas para o futuro.

Nós estudamos profundamente e comparamos muito as demonstrações financeiras dos maiores bancos brasileiros e de alguns pequenos também. Quanto mais o fazíamos, mais

gostávamos do Itaú por sua intrínseca vantagem derivada de uma ótima base de clientes. Mas o que realmente nos atraiu é o que temos visto desde 2011 em relação às decisões de seus gestores sobre as opções do parágrafo anterior. Gostaríamos de deixar claro que o Bradesco também é um belo negócio e tem ido muito bem; nós apenas gostamos e entendemos o Itaú um pouco mais.

Entre 2011 e 2014, a carteira de crédito do Itaú cresceu 9,4% ao ano (um valor baixo considerando-se a inflação média de 5,7% e a alta expansão da década anterior, quando a relação crédito/PIB no Brasil se expandiu de 25% em 2001 para 49% em 2011). Os empréstimos para pessoas físicas cresceram ainda menos, 7,8% ao ano, ou R\$37,50 bilhões ao longo dos três anos, dos quais R\$30,50 bilhões vieram de crédito consignado, o qual é muito seguro pois as parcelas mensais são automaticamente deduzidas dos salários dos tomadores, normalmente pensionistas ou funcionários públicos. Mais ainda, a maior parte do crescimento em consignado veio da JV com o BMG, o até então líder entre os bancos pequenos e médios em originar esses créditos no país. Por não ter boas fontes de passivo para suportar seus créditos em um ambiente competitivo revigorado, o BMG embarcou na JV com o Itaú em 2012 e transferiu a maioria de seus empréstimos para o balanço do Itaú nos anos seguintes - e, mais importante, também transferiu muitos clientes com potencial de vendas cruzadas. Desse modo, grande parte do crescimento da carteira de crédito a pessoas físicas do Itaú não foi por "dinheiro novo" para a economia, mas sim por aquisições (a do Credicard também contribuiu). Por fim, financiamentos de veículos a pessoas físicas caíram de R\$60,00 para R\$29,00 bilhões entre 2011 e 2014, e ao mesmo tempo transitaram para relações de crédito por ativo mais seguras e prazos mais curtos, o que mostra uma enorme disciplina do time de gestão para selecionar empréstimos mais rentáveis. Sem surpresas, as taxas de inadimplência acima de 90 dias em pessoas físicas caíram de 6,6% para 4,7% no período.

Além do BMG, o Itaú fez outros bons negócios, tais como comprar os 50% da Redecard (sua subsidiária em aquisição) que ainda não tinha, e a Credicard, um bem estabelecido negócio de cartão de crédito do Citibank, expandido a liderança nesse segmento. De 2011 a 2014 as receitas não financeiras do Itaú subiram de R\$23,70 para R\$32,60 bilhões, ou 11,2% ao ano, enquanto suas despesas não financeiras cresceram apenas 5,7% ao ano. Seu patrimônio líquido cresceu de R\$71,30 para R\$95,80 bilhões no mesmo período, mesmo depois de 32% dos lucros pagos como dividendos, e seu ROE (retorno anual sobre o patrimônio líquido) voltou a 24% depois de atingir um ponto baixo de 19,4% em 2012. Seria bom se o ponto baixo de outros negócios fosse um ROE de 19,4% também.

Enquanto isso, os bancos estatais expandiram seus balanços, atraíram os clientes rejeitados por Itaú e Bradesco e elevaram as suas alavancagens. Entre 2011 e 2014 os bancos privados e estrangeiros combinados mantiveram a relação crédito/PIB em aproximadamente

27,5%, já os estatais cresceram suas carteiras de crédito de 21,4% para 31,6% do PIB. A consequência de tudo isso foi o próprio enfraquecimento destes bancos, bem representado pelo fato de que o Banco do Brasil teve que se desfazer de parte de suas rentáveis atividades de seguros e, mais recentemente, de parte do seu negócio de cartão de crédito - apesar dos benefícios de se privatizar esses bons negócios, o banco se tornou uma entidade mais fraca economicamente. Em outras palavras, enquanto o Itaú dedicou capital e foco para crescer partes rentáveis de seu negócio, alguns competidores ou falharam em o fazer com o mesmo sucesso, ou até fizeram o oposto. A racionalidade dos gestores claramente fortaleceu o banco para o longo prazo.

Concluindo, o Itaú é o tipo de investimento que procuramos: seus gestores e controladores são alinhados, é um negócio intrinsecamente bom, nós entendemos como ele funciona na prática, temos o estudado há vários anos, e é extremamente barato - nós estamos investidos na empresa controladora, Itaúsa, por um P/L aproximado de 8,5x em 31 de março. Apesar de tudo isto, vemos alguns riscos: não podemos ignorar a alavancagem inerente à atividade bancária; sucessão é um problema dada a longa trajetória de sucesso do Roberto Setubal como CEO; e a empresa precisa continuar a achar desafios para seu bem pago, competente, e ambicioso time de executivos. Sobre possíveis problemas com créditos a grandes empresas de setores passando por complicações no momento, nos preocupamos pouco, pois acreditamos que eventuais perdas não serão grandes o suficiente para reduzir de modo relevante a capacidade de geração de lucros do Itaú, dada a sua capitalização conservadora. Mais ainda, caso um cenário ruim ocorra, os competidores possuem uma exposição proporcionalmente maior (em termos de baixas de créditos sobre o patrimônio), e o cenário competitivo ficaria ainda melhor para o Itaú no futuro.

## **2- Equatorial (11.3%) e Cemar (4.1%)**

Temos estudado o setor de distribuição de energia desde os primeiros dias da Nebraska. No Brasil, companhias de distribuição fazem apenas sua atividade principal (apesar de que várias são controlados por holdings com interesse em geração também). Toda distribuidora deve reportar relatórios financeiros e operacionais individuais para o regulador nacional (ANEEL). Então, em distribuição temos um setor com dezenas de empresas reportando informações confiáveis para estudar - algo muito raro no Brasil. As regras regulatórias também estão facilmente disponíveis e muitas empresas são negociadas em bolsa. Tudo isso é ótimo para a Nebraska; sempre sentimos que com tempo e foco poderíamos entender sobre esse setor praticamente tanto quanto qualquer outra empresa de investimentos.

Nos levou anos, mas finalmente compreendemos os conceitos por trás do sucesso no passado e do futuro potencial da Equatorial no fim de 2013. Começamos com um pequeno



investimento, estudamos mais, visitamos as operações da empresa, conhecemos melhor o time de gestão, e aumentamos a posição conforme nossa confiança cresceu.

A Equatorial é uma empresa holding, criada para comprar 65% da Cemar, a distribuidora do Maranhão, em 2005. Na época, a CEMAR estava quebrada a sob tutela da ANEEL. Perdas de energia (um belo indicador de eficiência operacional) estavam em 31%. A virada da CEMAR foi impressionante; as perdas de energia caíram para 18% recentemente; e estimamos que o retorno anual no patrimônio líquido regulatório tenha sido próximo de 30% entre 2005 e 2013. Esse sucesso vem de uma ótima gestão combinada com regras regulatórias favoráveis.

Distribuição de energia é uma atividade que requer investimentos fragmentados e constantes, além de enormes recursos humanos em interações com clientes. Ambos os fatores fazem a atividade ser muito suscetível a práticas de gestão. No Brasil existe apenas um órgão regulador para 36 grandes distribuidoras, muitas das quais estatais e - surpresa - mal geridas. O modo que a ANEEL achou para lidar com este imenso desafio foi comparar as empresas e definir metas de despesas operacionais e qualidade por um sistema de *benchmarking*. Assim, empresas bem geridas têm retornos acima da média e todas tem um incentivo a melhorar. Este incentivo, apesar de onipresente na teoria, varia muito na prática. Empresas estatais normalmente nem ligam para os incentivos, e muitas outras, controladas por multinacionais, falham em transformar os incentivos da ANEEL em motivações corretas para seus executivos e gerentes.

A Equatorial, em contraste, focou em estabelecer sistemas meritocráticos apropriados, e os resultados esperados apareceram. No fim de 2012, tendo formado um bom ativo em pessoas na Cemar, a Equatorial adquiriu 96% da Celpa, distribuidora do Pará (vizinha da Cemar), de credores no processo de recuperação judicial e tem melhorado as métricas operacionais desta empresa de modo relevante.

Atualmente negociando por quase duas vezes e meia seu patrimônio regulatório, sobre o qual o retorno regulado deveria ser 10% em termos reais para empresas padrões, a Equatorial não é um investimento obviamente barato, mas ao entender profundamente o negócio, acreditamos ser um investimento com baixo risco de perda e bom potencial. Em resumo, acreditamos que o sistema de *benchmark* e os mercados relativamente crescentes nas regiões da Equatorial oferecem potencial para ganhos de produtividade que devem sustentar retornos acima do custo de capital da ANEEL por muitos anos - beneficiando consumidores ao mesmo tempo.

Nós também gostamos de uma proteção natural que existe nesse negócio: caso a regulação aperte, distribuidoras mal geridas sofrerão muito e várias oportunidades de aquisição podem aparecer para o disciplinado time de executivos da Equatorial. Nós gostamos quando a

segunda ou terceira derivada de potenciais problemas (como uma regulação mais dura nesse caso) acabam sendo favoráveis para nossas empresas - mesmo quando estes trazem alguma dor de curto prazo.

Sobre riscos, a Equatorial é controlada por fundos de investimento. Não temos julgamentos sobre estas empresas específicas, mas controladores do "mercado financeiro" não raro são suscetíveis a pressões de curto prazo e outros interesses prejudiciais. Contudo, nada do tipo apareceu até aqui e o time de executivos parece realmente protegido dessas influências, caso elas existam. Por exemplo, a empresa mostrou racionalidade ao evitar pagar mais e deixar passar uma aquisição bem grande em 2013. Além disso, apesar de as informações serem bem disponíveis, apenas a cada quatro anos, quando a ANEEL aprova a capitalização de ativos regulatórios, é que podemos realmente medir os resultados de qualquer distribuidora de energia.

Por fim, a Cemar tem uma pequena quantidade de ações negociadas no mercado, e temos conseguido comprar algumas por preços bem mais atrativos que os da própria Equatorial.

### **3- Vivo (Telefônica Brasil) (7.2%)**

Tal como distribuição de energia, telecomunicações é um setor com muita informação disponível; isso, junto com o fato de podermos estudar o desenvolvimento do setor em outros países como os EUA, faz da Vivo uma empresa que, com o tempo e muitas horas de estudo, se encaixa bem dentro do nosso círculo de competência.

O setor de telecomunicações não é simples de se entender, pelo contrário, sua complexidade é bem grande. Mas esse é o tipo de tarefa na qual gostamos de gastar nossas energias: problemas complexos, mas passíveis de solução com curiosidade e dedicação - afinal, neste setor, a competição é restrita a poucas empresas, as barreiras de entrada por escala são altas, avanços tecnológicos estão igualmente disponíveis, e receitas baseadas em parcelas mensais de muitos e muitos clientes tendem a ser mexer devagar tanto para cima quanto para baixo. Para mencionar uma tarefa oposta: não nos sentimos capazes de entender negócios de commodities globais, tais como mineração - as variáveis, participantes do mercado, e forças competitivas são tantas e constantemente se mexendo que nossas mentes não conseguem compreender.

Em telecomunicações, temas como qualidade e abrangência de ativos fixos e diferentes modelos de negócios entre os competidores são importantes. Ainda, apenas depois de se estudar o desenvolvimento do setor desde a privatização em 1998, consegue-se realmente entender as razões para os atuais pontos fortes e fracos de cada empresa. Por exemplo,

entender que o negócio móvel da Vivo é uma combinação de quase todas as estatais que lançaram o celular no Brasil é de extrema importância. Nesse negócio, assim como em muitos outros baseados em assinaturas, ser o primeiro e sair na frente em termos de escala é muito relevante.

Essas empresas que deram origem à Vivo naturalmente atraíram as famílias mais ricas quando o celular foi lançado, e saíram na frente ao montar suas redes. Conforme o negócio evoluiu, e atingiu mercados de massa, a Vivo sempre teve mais receita, lucros operacionais, e, conseqüentemente, mais investimentos e despesas comerciais que seus concorrentes. Estes fatores, por vez, sustentaram a participação de mercado da empresa e atraíram os melhores clientes, fechando o círculo. Para esclarecer, nos últimos quatro anos, a Vivo teve cerca de 30% de participação de mercado em número de acessos, mas aproximadamente 42% das receitas de serviço da indústria antes de interconexão, uma métrica à qual damos grande valor.

Receitas de interconexão, as quais são taxas pagas por usuários de linhas fixas ou móveis sempre que ligam para um número de celular de outra operadora, estão caindo rapidamente de acordo com a regulação e serão praticamente zeradas em 2019. Estas receitas ainda representam um alto percentual do fluxo de caixa livre da indústria, e para os competidores da Vivo que sempre focaram em planos pré-pagos ainda mais - provavelmente acima de 50% nas nossas contas. Essa mudança força as empresas a buscarem receitas de assinaturas e de banda larga, e elimina o incentivo que os clientes ainda têm para manter mais de uma linha ativa para usar descontos "on-net" (dentro da rede da mesma operadora) de diferentes provedores - o Brasil é um dos países com a maior relação de linhas de celulares por população, aproximadamente 137% em 2014, contra 103% nos EUA. Nós acreditamos que ambas as mudanças em andamento são positivas para a Vivo dado o seu poder de marketing e qualidade superior. De fato, isso já está aparecendo na participação de mercado da empresa em planos pós-pagos que subiu de 35% em 2011 para 40% recentemente.

Um de nós é acionista majoritário num negócio privado baseado em mensalidades individuais (ou familiares) que possui características similares a negócios de celular ou TV paga, tais como despesas de marketing escondendo lucros em períodos de crescimento. Assim, entendemos naturalmente o valor econômico de bons serviços de subscrição e o fato da Vivo ter seus resultados correntes reduzidos por despesas para crescer a base de clientes pós-pagos.

Nós gostamos da posição competitiva da Vivo no segmento móvel, no qual a empresa faz mais de 2/3 de suas receitas e quase todo seu fluxo de caixa livre de acordo com nossas contas (a administração não divulga resultados operacionais por segmento). Seu negócio de linhas fixas, contudo, é baseado em antigas redes de cobre da privatização e está declinando, pois o modelo de concessão não incentiva investimentos. Assim, o que vemos de modo

consolidado nos últimos anos são lucros operacionais estáveis e investimentos crescentes (no negócio móvel e em ligações de fibra óptica para clientes finais no segmento fixo - separado dos ativos da concessão).

Na nossa avaliação, os resultados da concessão estão escondendo os do negócio móvel. E mesmo os resultados deste estão sub-reportados por causa das despesas relacionadas ao crescimento. Alguns têm a preocupação que maiores investimentos em 4G e menores receitas de interconexão irão reduzir os fluxos de caixa livre dos próximos anos. Talvez isso ocorra, mas nós focamos nas implicações de longo prazo: com uma dívida praticamente inexistente e assim uma arma competitiva em seu balanço, a melhor base de clientes de celular, a melhor marca, e grande parte do fluxo de caixa livre da indústria, acreditamos que qualquer pressão de curto prazo irá, provavelmente, fortalecer a vantagem da Vivo, o que deve aparecer em resultados contábeis e maiores fluxos de caixa (ao quais damos mais valor) no longo prazo.

Concluindo, o fluxo de caixa livre da empresa antes de investimentos em FTTH e licenças de radiofrequência, impostos e juros é praticamente R\$5,00 bilhões, o que, comparado a um valor de mercado de R\$50,00, nos dá uma boa margem de segurança. O alto valor patrimonial da empresa, de R\$44,00 bilhões, é um belo incentivo para os controladores distribuírem dividendos como juros sobre o capital próprio (dedutíveis para fins fiscais e livres de impostos para nós como um fundo de ações); nos dando assim alguma segurança quanto a um alto dividendo. A Vivo foi nosso único novo investimento em 2014, mas ainda não é uma posição grande. Apesar de seu desempenho operacional relativo aos concorrentes ser bom, ainda não conseguimos avaliar o time de gestão muito bem. A aquisição da GVT, por exemplo, é bem complicada de se avaliar dado o alto preço pago e a ainda relevante dependência da empresa de receitas de linhas telefônicas fixas - por outro lado sua rede abrangente, em rápida expansão e rica em fibra parece muito valiosa, para o segmento móvel inclusive.

#### **4- Gerdau (16.1%)**

A Gerdau é uma produtora de aço global, com operações primariamente no Brasil e nos EUA. Além do negócio principal da empresa, não entendemos os demais profundamente; e no tanto que entendemos não achamos que suas características econômicas sejam favoráveis no longo prazo. Assim, a Gerdau é um investimento do grupo (2). Sendo claros, Gerdau é um investimento muito diferente de Equatorial, no qual nós entendemos muito bem os fatores que mexem com receitas, margens, retornos, e, mais importante, o ambiente competitivo.

Investimos na Gerdau desde o fim de 2011. Entendemos bem o negócio principal da empresa, que é o de aços longos no Brasil. Com uma verticalização quase completa e dois concorrentes com 90% do mercado, esse negócio é inerentemente bom, tendo retornos anuais sobre o capital investido (ROIC) acima de 20% na média nos últimos 15 anos, e de 18% em

2013. Essas operações estavam sofrendo com a moeda brasileira muito valorizada em 2011, mas seus fundamentos continuavam válidos, e julgamos que os resultados iriam melhorar, o que de fato ocorreu: entre 2011 e 2013 lucros operacionais subiram de R\$620,00 milhões para R\$1,40 bilhões, ou de US\$370,00 para US\$620,00 milhões (os resultados de 2014 para esta subsidiária individual ainda não estão disponíveis, mas foram provavelmente parecidos com o de 2013).

No total, a Gerdau vendeu quase 18 milhões de toneladas de aço em 2013, apenas 4,3 das quais na unidade de aços longos brasileira, a qual, entretanto, foi responsável por mais da metade do lucro operacional da companhia, de R\$2,60 bilhões. Acreditamos que essa subsidiária sozinha valha mais da metade do valor de mercado da empresa, composto de uma capitalização de R\$13,00 bilhões e R\$13,40 bilhões em dívida líquida.

As outras unidades da Gerdau, tais como a usina integrada no Brasil e *mini mills* nos EUA e América Latina, são, apesar de não completamente, certamente, negócios muito mais comuns do que sua unidade principal. Os lucros operacionais para todos os outros segmentos entre 2011 e 2013 caíram de R\$2,20 bilhões para R\$1,20 bilhões, ou de US\$1,30 bilhões para US\$500,00 milhões. Nós imaginamos que esses resultados estejam num ponto realmente baixo agora. Mas, apesar de termos estudado muito esses negócios ao longo dos anos, lendo muitos relatórios de concorrentes americanos, analisando a dinâmica da indústria por lá, e visitando alguns dos competidores, nós ainda respeitamos as limitações dos nossos julgamentos neste ponto.

Em dezembro de 2014, o patrimônio líquido tangível da Gerdau era de R\$20,00 bilhões (ajustes para valores de mercado atuais desses ativos provavelmente elevariam este valor em mais de 30%). O lucro líquido de 2014 foi de R\$1,40 bilhões e o fluxo de caixa livre antes de variações em capital de giro e investimentos para crescimento foi um pouco acima do lucro, o que nos dá um alto retorno inicial no investimento - especialmente comparando com empresas que possuem seus ativos e capacidade de gerar resultados definidos em dólares, como é o caso da maior parte da Gerdau, até mesmo do seu negócio principal no Brasil.

Sobre os riscos desse investimento, nota-se que as operações de alto ROIC da Gerdau demandam pouco capital. Contudo, a empresa culturalmente retém a maioria dos seus lucros, e os tem alocado em projetos cujos retornos são definidos mais por competição global em mercados de commodities do que por fatores competitivos locais.

## **5- lochpe - o "não-investimento"**

A lochpe foi transformada de um conglomerado em dificuldades em uma empresa focada e líder em rodas e componentes estruturais para a indústria automotiva. Tal processo

foi capitaneado pelo atual presidente do conselho, e até recentemente CEO, Dan Ioschpe. Ele é tido como um gestor muito capaz e seus resultados apontam nesta direção. Ao entrar na crise financeira de 2008-09, a posição competitiva da Iochpe, seus lucros, e balanço estavam em ótimas condições, permitindo a empresa perseguir uma expansão internacional. Desde então, através do que parecem aquisições oportunistas, a Iochpe se tornou um líder global em rodas automotivas; mas o fez alavancando fortemente seus valiosos ativos no Brasil.

Em nossa busca por grandes gestores e controladores alinhados, temos estudado a Iochpe há um bom tempo e com cuidado. Mas reconhecer nossas limitações para entender as operações globais da empresa nos fez a classificar no grupo das "muito difíceis de entender" por enquanto. Grande parte de seus lucros operacionais no exterior, por exemplo, vêm de uma JV na Turquia, um negócio que se baseia nas condições favoráveis daquele país para exportar produtos manufaturados para a Europa, e cuja sustentabilidade não conseguimos julgar. A competição na Europa também se provou um tópico difícil de estudar, pois ainda não conseguimos achar boas informações. Afinal, muitas das atividades da empresa estão fora do nosso círculo de competência, e com nosso modo de trabalho atual, não há muito o que possamos fazer no curto prazo.

Quando o mercado fica irracional e oferece preços de barganha, podemos lidar com algum nível de incerteza sobre nossos julgamentos acerca das operações de certa empresa. Entretanto, isso precisa estar acompanhado de alguma fonte de margem de segurança, tais como um ativo com muito valor econômico (ferrovia irreplicável da ALL) ou um bom desconto sobre ativos tangíveis sem muita dívida (Gerdau).

Nos últimos doze meses o valor de mercado da Iochpe caiu mais de 50% para R\$1,10 bilhões. Considerando a dívida, contudo, o valor do negócio é ainda de R\$3,30 bilhões, uma alavancagem substancial para uma empresa com lucros operacionais abaixo de R\$400,00 milhões (depois de participações de minoritários) e capital investido tangível abaixo de R\$3,50 bilhões. Como prezamos por preservar nosso capital, ao não ver margem de segurança para nos proteger de nossas próprias limitações, por enquanto, nem gastamos muito tempo para dizer não neste caso.

Agradecemos sua atenção,

