

## Nebraska Capital - Quarto Relatório de Investimentos - Junho de 2016

Como escrito no relatório anterior, essa edição traz atualizações sobre nossos dois grandes investimentos além do Itaú (e do Bradesco). Mas antes de entrarmos neste assunto, temos algumas palavras sobre o que temos feito. Nosso portfólio está cada vez mais simples, e isso é um reflexo do fato de nos vermos como empresários ao invés de somente gestores de um fundo. Além de Itaú (e Bradesco), Equatorial (e Cemar), e Vivo, temos apenas 2,5% dos nossos ativos investidos numa *small-cap* brasileira e 6,2% em três empresas americanas (com a exposição cambial totalmente protegida). Temos ainda 17,4% do fundo em caixa. Nós perdemos muito pouco tempo pensando na composição e distribuição do nosso portfólio. Não acordamos todo dia tentando responder a pergunta "*qual é o portfólio perfeito hoje?*". Para nós essa pergunta só pode levar à loucura, além de desviar o foco daquilo que é realmente importante que façamos todos os dias: interagir com nossas principais empresas, ler amplamente, e pensar. Decisões sobre comprar ou vender alguma ação devem ser muito óbvias, e nosso portfólio a qualquer momento é apenas uma consequência dessas obviedades, assim como de variações em preços de mercado.

Nós não vemos a Nebraska como um "portfólio de ações calibrado à perfeição", mas sim como uma holding através da qual nós apenas alocamos os recursos de nossos acionistas em algumas poucas empresas que selecionamos levando em consideração tanto as características delas como nossas limitações e capacidades como gestores desta holding. Se vamos fazer um novo investimento, precisamos de motivos fortes - e, acreditar que um comprador empolgado irá nos salvar de uma posição desconfortável no curto prazo (ou mesmo em alguns anos) não é um motivo forte. Por outro lado, ninguém precisa de fortes motivos para ser dono de um grande negócio, enquanto ter um negócio ruim requer não apenas grandes motivações, mas também uma boa dose de sorte.

Um motivo forte, por exemplo, pode ser um preço bem atrativo baseado nos resultados atuais de uma empresa que gostaríamos de ser sócios para sempre (uma potencial *core* holding). Nós podemos também, com muito cuidado, julgar que os resultados atuais subestimam o potencial de um bom negócio. A combinação de um negócio que selecionamos como "para sempre" e um forte motivo é algo muito raro. É difícil destacar suficientemente a diferença entre ser dono de um belo negócio e decidir comprar um novo. O mercado financeiro pode se comportar de modo irracional, mas isso é raro (em especial a respeito de bons negócios); e, estudos profundos podem nos levar a conclusões únicas, mas, por natureza, estas requerem tanto tempo e esforço que precisam ser raras. De modo simples, dadas avaliações hipotéticas feitas por alguém que "sabe tudo", se você tem um belo negócio e está preocupado se a empresa do seu vizinho com características similares, mas de uma indústria totalmente diferente, vai acabar se saindo melhor, e, assim, pensando em trocar posições (ao menos parcialmente), seu problema não é nem relacionado a negócios, nem racional, mas sim uma questão psicológica, da qual a maioria dos empresários escapa ao não ter as ações de suas empresas sendo negociadas diariamente. (Obviamente, alguma consideração sobre risco e diversificação é necessária, mas este é um outro grande tema.)

Para fechar esta introdução, dois exemplos de não-investimentos ajudam. Primeiro, nós vínhamos acompanhando a Localiza (líder em aluguel de carros no Brasil) há anos, mas não tínhamos ainda feito um estudo completo sobre o negócio. Apesar de ainda termos bastante a aprender, nós agora já esclarecemos alguns dos principais pontos sobre a empresa. Enquanto fazíamos esse estudo, as ações da empresa negociaram a um preço (abaixo de 2,5x patrimônio líquido) no qual gostaríamos, como nosso conhecimento atual sobre o negócio, de fazer um pequeno investimento inicial. De fato, tínhamos um "bom cheiro" sobre as ações da Localiza naquele momento, mas decidimos ser disciplinados e não nos arrependemos. Desde então as ações subiram cerca de 50%, para um ponto no qual o

investimento não é óbvio, dados os resultados atuais da empresa. Nós gostamos do negócio e melhoramos nosso entendimento sobre ele, mas reconhecemos que não temos nenhuma conclusão especial sobre crescimento ou melhora de margens não precificadas. Portanto, nós não vemos razões para um investimento neste momento. Mais ainda, não temos pressa para "gerar" razões ao colocar números numa planilha que nos daria suporte para entrar em um novo investimento, o qual faria do nosso "*portfólio*" mais "normal" para quem vê de fora.

O segundo exemplo é a Renner (a líder em varejo de roupas no Brasil). Praticamente todo mundo com quem você conversar vai concordar que a Renner é a melhor entre seus pares e que ela tem um grande crescimento, com ótimos retornos, nos próximos anos. Nós realmente admiramos as conquistas da gestão da Renner até aqui, e, talvez, com pouco tempo dedicado a estudar o negócio, poderíamos rapidamente concordar com as conclusões gerais acerca dos próximos anos. Mas nosso trabalho não é procurar o consenso e tentar achar razões para estar lá. Nosso trabalho é selecionar grandes investimentos para nossos acionistas baseando-nos nas nossas competências. Varejo de roupas não está no nosso círculo de competências no momento, então, seguimos lendo os resultados da Renner e não temos problema algum em não a ter em nossa carteira.

Finalmente, a evolução na mentalidade da Nebraska ao longo dos últimos três anos não se deu apenas por um foco muito maior em ótimos negócios para ter para sempre, mas também por um entendimento muito mais profundo do nossa função, personalidades, limitações e habilidades, para que possamos nos comportar mais e mais como empresários "do mundo real". Nós não estamos procurando conforto no convencional, mas sim resultados superiores baseados na racionalidade.

### **1 - Equatorial (17,1%) e Cemar (9,1%)**

No seu livro mais recente (de 2012), Nassim Taleb escreveu sobre uma nova palavra, "*Antifrágil*", a qual, de acordo com ele, é um adjetivo para coisas que ganham na desordem. Para se encaixar na definição, não é suficiente que a "coisa" analisada seja robusta ou resiliente, ela precisar sair do caos fortalecida. A atual crise econômica do Brasil impacta todas as nossas empresas de várias maneiras, as quais são majoritariamente negativas. Contudo, por dois grupos de motivos (o segundo único à empresa holding), a Equatorial pode, no pesar das contas, ser chamada de "*Antifrágil*". Antes de mais nada, alguns detalhes sobre como a crise afeta companhias reguladas de distribuição de energia:

- O consumo de energia cai, enquanto a inadimplência e roubos de energia sobem. As despesas operacionais aumentam pela inflação e pelos esforços de combate às perdas e à inadimplência.
- Dentro do ciclo regulatório (4 ou 5 anos), lucros brutos são definidos em R\$/MWh (para clientes de baixa voltagem) ou em R\$/MW (na alta tensão). Em outras palavras, quando o consumo unitário cai na baixa tensão, as empresas de distribuição vêm seus lucros brutos se reduzirem. Clientes de baixa tensão representam de 60% a 85% do lucro bruto na maioria das empresas.
- Compromissos de compra de energia firmados anteriormente podem expor as empresas além de 105% do volume necessário para servir seus clientes, e, assim, expô-las a perdas financeiras no mercado de curto prazo. Recebíveis em alta e o custo da dívida mais caro trazem ainda mais pressão financeira.

Isso dito, podemos agora ir para o primeiro grupo de motivos:

- A maioria das distribuidoras de energia está sofrendo mais do que a Equatorial em todos os aspectos acima mencionados. Em termos de consumo unitário, a Equatorial tem se favorecido por estar em regiões mais pobres onde o consumo ainda é tão baixo que tem pouco espaço para queda. Mas, nos demais aspectos, esse mesmo fator regional deveria ser um desafio adicional em tempos de crise; contudo, a empresa está batendo a maioria de seus pares em termos da evolução do custo operacional (especialmente ajustando-o para o crescimento no

número de clientes), e perdas de energia. A tabela abaixo traz os números da Cemar e da Celpa contra os de alguns pares.

- Com a eficiência em despesas operacionais sofrendo em todo o setor, o próximo ciclo regulatório deveria ficar "mais fácil" para a Equatorial, à medida que os reguladores baseiam suas metas em estudos de *benchmarking* atualizados. O mesmo vale para níveis de inadimplência e perdas de energia.
- Um maior risco para os negócios no país em geral deveria levar a um maior WACC (custo de capital) para propósitos regulatórios.
- O balanço superior da Equatorial (com muito menos dívida que o dos pares), aliado à sua maior rentabilidade, leva a um menor custo da dívida e a uma capacidade de continuar investindo mais que seus pares (em termos relativos) para melhorar sua rede. Assim, a empresa está plantando as sementes para uma vantagem ainda maior em despesas operacionais no futuro, e, ao mesmo tempo, crescendo sua base de ativos (sobre a qual bons retornos são autorizados pela regulação).

Ano	2014	2015	Varição
<b>Empresa/Controlador - Estado</b>			
<b>Celpa/Equatorial - Pará</b>			
Número de clientes (fim do ano)	2,183,027.00	2,310,711.00	5.8%
OPEX - R\$ '000 *	422,000.00	395,000.00	-6.4%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>200.28</b>	<b>175.80</b>	<b>-12.2%</b>
Perda de energia - % da requerida **	31.2%	29.2%	-6.4%
<b>Cemar/Equatorial - Maranhão</b>			
Número de clientes (fim do ano)	2,197,823.00	2,261,602.00	2.9%
OPEX - R\$ '000 *	330,000.00	355,700.00	7.8%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>152.64</b>	<b>159.53</b>	<b>4.5%</b>
Perda de energia - % da requerida **	17.5%	17.6%	0.6%
<b>Cepisa/Eletróbrás - Piauí</b>			
Número de clientes (fim do ano)	1,144,330.00	1,155,063.00	0.9%
OPEX - R\$ '000 *	273,000.00	294,000.00	7.7%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>243.06</b>	<b>255.72</b>	<b>5.2%</b>
Perda de energia - % da requerida **	29.3%	30.5%	4.1%
<b>RGE/CPFL - Rio Grande do Sul</b>			
Número de clientes (fim do ano)	1,414,569.00	1,444,523.00	2.1%
OPEX - R\$ '000 *	236,000.00	251,000.00	6.4%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>167.84</b>	<b>175.58</b>	<b>4.6%</b>
Perda de energia - % da requerida **	9.4%	9.3%	-1.3%
<b>AES Sul/AES - Rio Grande do Sul</b>			
Número de clientes (fim do ano)	1,295,540.00	1,308,163.00	1.0%
OPEX - R\$ '000 *	287,000.00	322,000.00	12.2%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>223.71</b>	<b>247.34</b>	<b>10.6%</b>
Perda de energia - % da requerida **	8.8%	8.9%	1.1%
<b>Paulista/CPFL - São Paulo</b>			
Número de clientes (fim do ano)	4,127,904.00	4,217,653.00	2.2%
OPEX - R\$ '000 *	610,000.00	677,000.00	11.0%
<b>por cliente - R\$</b>	<b>150.02</b>	<b>162.24</b>	<b>8.1%</b>
Perda de energia - % da requerida **	8.4%	8.7%	2.6%

\* OPEX inclui apenas pessoal, serviços de terceiros e materiais. \*\* As perdas de energia representam uma métrica de qualidade operacional.

A CPFL é uma empresa privada bem vista. A Eletróbrás é a holding do governo federal e a AES uma corporação americana.

Cemar e Cepisa, assim como RGE e AES, operam em regiões vizinhas com características similares. A Cepisa tem tido EBT negativo nos últimos anos e a AES tem EBIT pior que os níveis regulatórios, enquanto Cemar e RGE têm grandes retornos sobre o capital.

Alguns efeitos, potencialmente negativos, da crise na Equatorial também devem ser mencionados, apesar de que não julgamos ser provável que algum deles afete o valor da empresa de modo relevante:

- Benefícios tributários podem ser revogados com o governo federal sob pressão.
- Parte da assistência financeira do governo a clientes de baixa renda já foi cortada (com impactos absorvidos sem maiores problemas até aqui), e mais cortes podem ocorrer.

Agora o segundo grupo de motivos:

- Com várias empresas de distribuição controladas pelo governo central, estados, e corporações estrangeiras, as dificuldades da crise podem acelerar um processo de consolidação.
- Como discutimos em cartas anteriores, capital humano e uma máquina de gestão bem ajustada são necessários para colocar empresas de distribuição na linha e trazê-las para os padrões regulatórios. Nós acreditamos poder contar em uma mão apenas o número de grupos empresariais com essas capacidades operando no Brasil no momento - e isso sendo otimistas.

Tanto para manter suas atuais operações bem, quanto para estar pronta para aproveitar oportunidades de aquisições, é extremamente importante que a Equatorial mantenha seus gestores e principais executivos alinhados com o conselho e comprometidos com a empresa pelo longo prazo. Para uma empresa sem controle definido isso pode ser um desafio maior do que parece ao primeiro olhar - e é provavelmente o risco que mais nos preocupa.

\*\*\*\*\*

Assim como é válido para Renner e Localiza, parece haver pouca dúvida entre analistas de mercado que a Equatorial é um belo negócio, com pessoas excelentes e um grande potencial. E seu preço de mercado atual não dá nenhum sinal de que o mercado está deixando algo mal precificado na mesa. Contudo, a Equatorial é o nosso segundo maior investimento.

Nós compramos nossa participação na empresa entre dois e dois anos e meio atrás, por um preço quase 50% abaixo do valor de mercado atual. Desde então o negócio tem caminhado muito bem, como a tabela abaixo exemplifica. O ambiente regulatório melhorou significativamente, assim como nosso entendimento sobre vários aspectos acerca deste investimento, até um ponto em que estamos confortáveis com o econômico do negócio olhando um prazo muito longo. Acreditamos que o capital retido será muito provavelmente aplicado por bons retornos por décadas e que aquisições provavelmente nos trarão benefícios. Com isso, mesmo no valor de mercado atual, acreditamos que este investimento nos trará bons retornos quando comparados à maioria das outras "oportunidades" e à atrativa renda fixa que existe no Brasil; e, pelo modelo regulatório, o retorno da Equatorial está bem protegido da inflação, um outro grande ponto positivo.

Mais ainda, nós não temos nenhuma ideia melhor (e caixa em excesso), e nossa exposição total ao setor é ainda confortável, apesar do sempre presente, porém pequeno em nossa opinião, risco regulatório. Em palavras simples, nós não vemos motivos para vender ou reduzir nossa participação na Equatorial. É importante notar, contudo, que nós não justificamos ter este investimento ao prever enormes melhoras operacionais, nem mesmo na Celpa (onde esforços de reestruturação estão ocorrendo); e nem mesmo buscamos conforto ao acreditar que uma grande aquisição ocorrerá logo. Estes são apenas benefícios potenciais.

<b>Cemar - R\$ Bilhões</b>	<b>Dez--2013</b>	<b>Dez--2015</b>
Base de Ativos Fixos	2.10	2.70
Crescimento - anualizado		13%
Capital de Giro	0.30	0.40
Dívida Líquida	(0.90)	(0.70)
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.50</b>	<b>2.40</b>
<b>Crescimento Patrimonial (anualizado)</b>		<b>26%</b>
<b>Inflação ao ano (IGPM)</b>		<b>7%</b>
Dividendos pagos	0.04	0.06
Dividendo/Patrimônio	3%	3%

\* A Equatorial possui 65% da Cemar e 96,5% da Celpa, a qual não teve resultados tão bons quanto os da Cemar neste período, pois ainda está na fase inicial da reestruturação que começou em 2012. Nós investimos na Cemar diretamente via uma ação com baixa liquidez.

No modelo regulatório da ANEEL, o WACC tem implícito um retorno real de 10,9% no patrimônio líquido. Da tabela acima, o retorno atual da Cemar está bem acima disto. Como explicamos em relatórios anteriores, nós não vemos este número caindo muito ao menos por dois ciclos regulatórios, e se mantendo bem acima do valor da ANEEL no longo prazo. Isso pode parecer uma premissa muito otimista para americanos acostumados com um modelo regulatório bem diferente que existe nos EUA; um modelo no qual existe um órgão regulador por estado cuidando de alguns poucos monopólios naturais e os regulando com base na perspectiva de custo. Mas, comparar a regulação do Brasil com aquela dos EUA não é algo prático.

A ANEEL é responsável por várias empresas, muitas vezes com relatórios financeiros de má qualidade e métricas operacionais horríveis (tais como frequência e duração de interrupções). Uma comparação melhor vem do Reino Unido, onde a Ofgem, um órgão nacional, regula 14 empresas de distribuição por *benchmarking* e incentivos financeiros para melhoras de qualidade, assim como a ANEEL faz. O ROE em termos reais no cenário base da Ofgem é 6%, mas os melhores operadores podem superar os 12%. Trata-se de uma boa amplitude em um país no qual os níveis de serviço já são bem bons, as perdas de energia pequenas, e o custo de capital muito baixo. Mais ainda, como mostrado acima, a vantagem da Equatorial sobre seus pares tem crescido, ao invés de se reduzir. Vale ainda lembrar que o modelo da Ofgem é aquele para o qual o pessoal da ANEEL olha como fonte de inspiração.

Algo que é bastante diferente é o modo que a Ofgem enxerga investimentos de capital (Capex): ao invés de olhar os investimentos de modo separado, o regulador define um valor máximo para TOTEX (Capex + OPEX) e simplesmente capitaliza 80% disto. A ANEEL, por outro lado, regula apenas o nível de OPEX; quanto ao Capex, contanto que os investimentos sejam prudentes e contabilizados corretamente, todo ele vai para a base de ativos regulatórios. O modelo da ANEEL cria um enorme incentivo a investimentos, pois quanto mais uma empresa investe, melhor sua rede e menor as despesas operacionais para operá-la; e ao definir as metas de OPEX através dos estudos de *benchmarking*, a ANEEL não considera diferentes níveis de investimentos no passado para ajustar os dados do estudo. Como comentamos acima, este sistema favorece as empresas bem capitalizadas. Mas, dado os altos níveis de perda de energia e as métricas de qualidade ruins no Brasil, isto é exatamente o que os reguladores querem - eles não estão sendo ingênuos neste ponto. Para a ANEEL, sucesso significa mais empresas bem capitalizadas e melhores níveis de serviço em todo o país. Neste sentido, o belo retorno da Equatorial é algo bom para o sistema; e, para a competição o atacar, consolidação e reestruturações seriam necessárias. Por outro lado isso aumentaria o valor dos ativos intangíveis que a Equatorial possui, principalmente o de sua capacidade de gestão.

\*\*\*\*\*

Uma palavra final sobre ativos com fluxos de caixa previsíveis: em países desenvolvidos a caça por *yield* está tão alta que algumas situações "estranhas" têm aparecido - aliás, alguns desses "*castelos de areia*", tais como empresas de energia renovável com altos dividendos, já estão caindo. Estes ativos vinham sendo usados para criar

companhias livres de impostos, a maioria das quais eram negociadas a mais de 25x lucro, distribuíam a maior parte desses lucros e ainda prometiam crescer seus lucros por ação rapidamente. Bem, como pode uma empresa dependente de ativos fixos crescer seus resultados sem reinvestir os lucros?

Se você negocia a 25x lucro, é possível; basta você emitir novas ações neste preço e investir os recursos a taxas de retorno de 10%. Em outras palavras, seus acionistas estão dispostos a ganhar 3% ou 4% inicialmente na promessa de que você será capaz de atrair novos acionistas que o darão capital para entregar aos primeiros algum "crescimento de graça". Para nós, parece um esquema pirâmide. E isso sem mencionar a premissa de que retornos de 10% estarão sempre disponíveis, o que parece absurdo. Afinal, se as taxas de juros estão caindo e as pessoas estão despejando dinheiro nesses ativos de "fluxo de caixa seguro" que podem ser facilmente replicados e requerem pouca expertise operacional, a competição cuidará de trazer esses retornos para baixo. Investidores precisam tomar muito cuidado quando o retorno de seus investimentos dependem mais dos mercados financeiros do que dos fundamentos de suas empresas.

## 2 - Vivo (7,0%)

Em nosso primeiro relatório (Abril de 2015), escrevemos o seguinte sobre nossa visão acerca do ambiente competitivo em telefonia móvel no Brasil:

***"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."***

Tanto o ritmo da mudança na indústria quanto a força relativa da Vivo sobre seus pares têm superado nossas expectativas. Agora, as empresas precisam fazer com que seus clientes as paguem, ao invés de apenas dar um celular para alguém e rezar para que essa pessoa seja popular (um "recebedor"). Em um claro sinal de fraqueza, a TIM e a Oi (as duas companhias mais dependentes de clientes "on-net") recentemente lançaram planos que cobram a mesma coisa por ligações para dentro ou fora de suas redes (enquanto as tarifas de interconexão ainda existem). Enquanto isso, a Vivo continua ganhando mercado nos clientes mais valiosos e mostrando uma evolução de receita muito melhor (mesmo no quarto trimestre, depois dos novos planos da TIM e da Oi). A tabela abaixo deixa claro a força relativa da Vivo.

Segmento móvel - maiores players	2012	2013	2014	2015
* Linhas equivalentes: 1 pós-pago = 4 pré-pagos (receita unitária média).				
Dados organizados e ajustados pela Nebraska Capital.				
<b>Vivo</b>				
Linhas pós-pagas (milhões)	16.80	21.34	24.85	26.83
crescimento		27%	16%	8%
market share	37%	40%	42%	42%
Linhas pré-pagas	57.33	53.55	51.58	42.19
crescimento		-7%	-4%	-18%
Linhas equivalentes*	31.13	34.73	37.75	37.38
crescimento		12%	9%	-1%
Receita de Serviço Líquida	20,435.70	21,691.30	22,524.60	23,642.50
crescimento		6%	4%	5%
% dos 3 maiores			46%	48%
<b>Claro</b>				
Linhas pós-pagas	13.10	14.30	15.65	16.65
crescimento		9%	9%	6%
Linhas pré-pagas	52.20	54.20	55.46	49.33
crescimento		4%	2%	-11%
Linhas equivalentes*	26.15	27.85	29.52	28.98
crescimento		7%	6%	-2%
Receita de Serviço Líquida			11,073.00	10,803.00
crescimento				-2%
<b>TIM</b>				
Linhas pós-pagas	10.70	12.30	12.50	13.58
crescimento		15%	2%	9%
Linhas pré-pagas	59.70	61.20	63.20	52.65
crescimento		3%	3%	-17%
Linhas equivalentes*	25.63	27.60	28.30	26.74
crescimento		8%	3%	-6%
Receita de Serviço Líquida	15,428.52	15,986.92	15,725.35	14,716.33
crescimento		4%	-2%	-6%
EBITDA	5,011.96	5,206.74	5,538.27	5,395.21
crescimento		4%	6%	-3%
Capex (antes de spectrum)	(3,367.92)	(3,388.09)	(3,918.00)	(4,829.99)
EBITDA (-) Capex	1,644.04	1,818.65	1,620.27	565.21
crescimento		11%	-11%	-65%

Obs: A TIM atua praticamente apenas no segmento móvel, então seus resultados expressam o quão competitivo está o mercado.

O jogo realmente mudou; é importante ainda notar que, daqui em diante, o consumo de dados e voz virá a custos incrementais bem baixos (ao menos para os dois maiores competidores que possuem mais infraestrutura). Mais ainda, as despesas para servir os consumidores tendem a cair com avanços tecnológicos. Conquistar novos clientes, entretanto, vai ficar provavelmente mais caro. Um típico jogo em que o líder fica com todo o ganho.

Contudo, mesmo com a Vivo se saindo muito bem em métricas operacionais, seus resultados financeiros ainda deixam a desejar pela competição intensa. Apesar do poder da marca e dos clientes cativos do líder de mercado, nós reconhecemos que esta indústria é bastante suscetível à competição por preços. É simplesmente difícil, mesmo para o líder, crescer enquanto os competidores se mantêm muito agressivos (estamos vendo a mesma coisa com a Verizon nos EUA). Trata-se de um ambiente competitivo bem diferente daqueles que nós normalmente preferimos (tais como o do Itaú ou da Equatorial).

Desde o nosso investimento, além da forte competição, a aquisição da GVT trouxe uma maior complexidade aos números da Vivo, e foi feita a um preço alto (que acabou ainda maior por efeitos cambiais e pela variação da ação da Vivo antes do fechamento). Como a tabela a seguir mostra, a consolidação da GVT é negativa para métricas de avaliação de curto prazo; se ela contribui para a riqueza dos acionistas no longo prazo é algo ainda difícil de se saber. Mas, apesar do alto preço, não podemos deixar de ver o quanto a fusão fecha a porta para competidores (dando à Vivo todos os ativos necessários para ser uma das duas empresas com todos os ativos para oferecer produtos *quad-play* de qualidade no Brasil), e que as sinergias serão provavelmente relevantes (telecomunicações é dos poucos setores nos quais esta palavra perigosa pode ser usada).

<b>Vivo - Resultados consolidados</b>			pro-forma com GVT	
Milhões R\$	2013	2014	2014	2015
Receita de Serviços - Móvel	21,691.30	22,524.60	22,524.60	23,642.50
crescimento		4%		5%
Receita de Serviços - Fixo	11,720.00	11,260.00	16,548.00	16,997.50
crescimento		-4%		3%
Voz	6,160.00	5,608.90	8,161.30	7,993.20
Dados	3,650.00	3,655.70	5,674.80	6,001.00
TV	491.00	597.50	1,353.90	1,727.80
EBITDA	10,452.30	10,441.60	12,298.00	12,714.30
crescimento		0%		3%
Capex (antes de spectrum)	(5,582.80)	(6,374.30)	(8,395.20)	(8,318.80)
EBITDA (-) Capex	4,869.50	4,067.30	3,902.80	4,395.50
<b>Capitalização</b>		Sep-14	Jun-16	
Valor de mercado		55,040.13	71,935.14	
Ações em circulação		1,123.27	1,691.00	
Preço por ação (VIVT4 - PN)*		49.00	42.54	
Dívida Líquida	(3,049.00)	(5,014.60)	(9,818.90)	(7,742.30)
Valor de mercado + Dívida		60,054.73	79,677.44	
/ EBITDA		5.75	6.27	
/ EBITDA (-) Capex		14.77	18.13	
* Dividendos de R\$5,34 foram pagos desde o nosso investimento.				

O motivo pelo qual investimos na Vivo é que vemos uma boa probabilidade de melhores resultados financeiros adiante. Estes deveriam vir primariamente pela dinâmica competitiva do mercado atual e por evoluções positivas nas margens (principalmente por melhoras nas linhas de custos e despesas). Nós somos pacientes quanto a isso, em especial pelo fato da Vivo gerar bastante caixa livre, ter um balanço limpo e enormes vantagens competitivas. Aliás, essas qualidades, em conjunto com um negócio líder/melhor no setor, são características que nós apreciamos demais, e são comuns aos nossos três principais investimentos.

Todavia, vale ainda mencionar alguns outros potenciais que ou apareceram ou ganharam força desde o nosso investimento inicial: (1) o novo time de gestão, liderado pelo fundador da GVT, Amos Genish, parece muito engajado e possui bons dados e estudos para guiar suas decisões; (2) os resultados financeiros recentes da TIM e da Oi mostram rápida deterioração; e (3) se a concessão das velhas linhas fixas for realmente reformada como parece provável, a Vivo, com suas linhas fixas no rico estado de São Paulo, pode ter bons benefícios, ao poder investir em melhoras na rede sem medo de disputas por valor terminal em 2025.

Finalmente, sobre a GVT, é válido notar que não se trata de uma empresa simples de se entender e avaliar (mesmo de modo individual). Cerca de 45% de suas receitas vêm de voz, uma clara fonte de desafios pela frente. Com os dados disponíveis, nós estimamos um crescimento de receita entre 8% e 10% em 2015, e, se ajustarmos isso para o fato

que o maior crescimento veio em TV-paga (que tem altos custos de programação), o crescimento da margem bruta foi provavelmente 2% abaixo da evolução da receita. Esses não são bons números para uma empresa investindo mais que seu EBITDA em um país com uma taxa de inflação de 10%. A GVT não é uma "simples empresa de cabo" como parece pelos artigos e notícias; ela começou como uma provedora de telefonia fixa, tem vários clientes corporativos, e suas relevantes receitas de voz refletem tudo isso. Seus ativos ricos em fibra-óptica e bem fragmentados são mesmo valiosos, mas muito ainda precisa ser feito.

GVT (R\$ milhões)	2014 *	2014 **	2015 ***
Receitas	5,484.34	5,288.00	
crescimento			8%-10%
Voz		2,552.40	
Dados		2,019.10	
TV		756.40	
EBITDA	2,139.40	1,856.40	
Capex (antes de spectrum)	(2,049.00)	(2,020.90)	
EBITDA (-) Capex	90.40	(164.50)	

\* Como divulgado pela GVT antes da fusão.

\*\* Números pro-forma da Vivo (Consolidado (-) Vivo 2014)

\*\*\* Estimado pela Nebraska

Da tabela acima, podemos ver que confiar em resultados *pro-forma* é bem complicado.

Obrigado pela atenção,