

Nebraska Capital - Relatório de Investimentos - Setembro de 2015

Como dito em nosso primeiro relatório em Abril, este segundo e os subsequentes focarão nas nossas principais empresas e mudanças relevantes tanto no portfólio quanto no nosso *modus operandi*. Assim, nesta edição teremos comentários detalhados sobre Itaú e Bradesco (um novo investimento). Uma outra sessão discorrerá sobre Equatorial e sua subsidiária, Cemar, dada a maior relevância que estas empresas atingiram em nossa carteira. Depois, falaremos de nossa marcante decisão de reduzir drasticamente nossos investimentos em Gerdau e ALL-Rumo. E, por fim, compartilharemos alguns breves pensamentos sobre Vivo e mudanças em taxas de impostos.

* Nota: Nós não definimos periodicidade para estes Relatórios. Poderemos escrever de dois a cinco anualmente, dependendo de haver assuntos que valham a pena.

1- Itaú (34,8%) e Bradesco (6,6%):

Itaú - destaques financeiros	1S14	1S15	Varição	Varição - %
NIM	26,081.00	32,198.00	6,117.00	23.5%
Com clientes	24,586.00	28,765.00	4,179.00	17.0%
Com operações de mercado	1,495.00	3,433.00	1,938.00	129.6%
Provisão para perdas, líquido de recuperações	(6,395.00)	(8,842.00)	(2,447.00)	38.3%
Receitas de serviço	12,395.00	13,773.00	1,378.00	11.1%
Despesas não financeiras	(18,616.00)	(19,860.00)	(1,244.00)	6.7%
Lucro líquido	9,502.00	11,942.00	2,440.00	25.7%
ROE	22.7%	24.2%		

* Números do relatório gerencial do Itaú.

Os resultados do Itaú até o meio do ano não nos trouxeram surpresas. Em um ambiente de taxa de juros mais alta, a receita financeira líquida (NIM) com clientes subiu 17%, mesmo com a carteira indo cada vez mais para empréstimos de menor risco. A NIM com o mercado subiu R\$1,94 bilhões, para um nível insustentável de acordo com a gestão. Esses ganhos, aliados à receita de serviços subindo acima de despesas não financeiras, foram mais que suficientes para compensar o bastante esperado aumento em perdas de crédito. Vale mencionar que, mesmo se a NIM com o mercado tivesse ficado estável, o lucro do Itaú teria subido 11%, o ROE seria 21,5%, o múltiplo P/L para nós que investimos através da holding, Itaúsa, seria 6,5x (ao contrário de 5,8x); e a relação preço por valor patrimonial seria virtualmente a mesma, de 1,4x (ao fim de Agosto).

Tem-se ouvido muito "barulho" acerca de possíveis deteriorações em perdas na carteira de crédito dos bancos. Para começar, acionistas de bancos não deveriam ver variações em perdas na crédito com surpresa - especuladores em ações de bancos talvez. Tempestades externas vêm de vez em quando. Quando isso acontece, o que realmente importa é a combinação de gestão e poder econômico do negócio. Se o banco tem uma alta vantagem competitiva, um belo fluxo de resultados antes de provisões, e seus administradores não enlouqueceram, os acionistas devem se sair bem. Em nosso primeiro relatório compartilhamos pensamentos sobre a gestão do Itaú com detalhes; então, focaremos aqui em alguns números específicos e na vantagem competitiva.

Primeiramente, alguns números: o Itaú poderia sustentar adicionais R\$14,40 bilhões em provisões para perda de crédito anuais (80% acima do nível anualizado do semestre passado) sem ver seu ROE cair abaixo do CDI (14%). Mais ainda, o banco recentemente passou por problemas significativos em sua carteira de crédito pessoal, quando seu ROE atingiu o "ponto baixo" de 19,4%, em 2012. Como a tabela abaixo mostra (provisões no segmento de Varejo até em queda) e discutido na nossa última carta, a carteira de crédito pessoal do Itaú tem muito menos risco hoje em dia e deve-se comportar bem, mesmo num possível cenário mais difícil.

Provisão para perdas, antes de recuperações	1S14	1S15	Variação	Variação - %
Banco de Atacado	(1,217.00)	(3,824.00)	(2,607.00)	214.2%
Banco de Varejo	(7,500.00)	(7,211.00)	289.00	-3.9%
Carteira de crédito média				
Banco de Atacado		227,424.50		
perda de crédito em % anualizado		-3.4%		
Banco de Varejo		225,406.50		
perda de crédito em % anualizado		-6.4%		
ROE				
Banco de Atacado	12.4%	13.5%		
Banco de Varejo	32.0%	42.9%		

* O segmento de Atacado inclui grandes e médias empresas, banco de investimentos e América Latina. A segmentação teve mudanças em 2015.

Sobre a carteira de crédito para empresas, as recentes provisões para perdas são realmente expressivas, o que mostra um ambiente econômico complicado, mas também a capacidade do banco de atravessar tempestades. A exposição do Itaú com créditos e avais para empresas com faturamento acima de R\$30,00 milhões era de R\$295,00 bilhões em junho de 2015, estável em seis meses, com a inflação anual na casa dos 9% - o típico cenário em que os calotes aparecem. Se pegarmos aqueles R\$14,40 bilhões (de espaço para perdas de crédito antes do ROE cair abaixo de 14%), o Itaú poderia, em apenas dois anos, baixar mais 10% desta carteira de crédito - este seria um cenário bastante catastrófico, pois baixas em créditos para empresas foram historicamente menores que 2% ao ano. De outro modo, R\$28,80 bilhões em baixas adicionais são suficientes para dar como perdidos praticamente 100% do portfólio de

crédito para os setores de Óleo&Gás, Metalurgia/Siderurgia, e Açúcar/Etanol combinados - e estes estão entre os segmentos tidos como mais problemáticos.

Qualquer um olhando pelo retrovisor para o que aconteceu com os melhores e bem geridos bancos americanos, tais como Wells-Fargo e JP Morgan, consegue entender como o poder de gerar resultados suporta ciclos ruins. E nós acreditamos que os bancos brasileiros não têm um problema comparável (nem de perto) com o que seus pares americanos tinham ao emitir créditos imobiliários na premissa de que o valor de mercado de colaterais seria o suficiente para fazer um empréstimo ser seguro.

Na Nebraska, temos dedicado muito tempo a estudar bancos, tanto no Brasil quanto nos EUA, assim como um empresário interessado deve fazer sobre seu setor. Esta indústria é muito mais fragmentada nos EUA, permitindo um grande aprendizado sobre modelos de negócios. Algo que aprendemos é que, em bancos, retornos superiores vêm de vantagens aparentemente pequenas em algumas áreas. Por exemplo, depósitos de baixo custo em alguns bancos regionais nos EUA, ou ganhos de escala em produtos de massa, tais como cartões. No Brasil, dado o estado da indústria, é fácil identificar pequenas vantagens para o Itaú (e o Bradesco) em várias áreas. Estas vantagens se acumulam em um negócio alavancado originando enormes barreiras à entrada. A tabela abaixo esclarece nosso ponto. Felizmente (para nós), reais vantagens competitivas estão concentradas em pouquíssimos bancos, tais como Itaú, Bradesco e os grandes públicos (que fazem mau uso delas).

Bancos - 2014 - Dados ajustados pela Nebraska	Itaú	Bradesco	Santander	HSBC
NIM após PDD / funding de clientes (A)	9.0%	8.7%	7.4%	4.2%
Receita Serviços + Lucro em Seguros (balcão)/ funding de clientes (B)	6.5%	6.7%	4.5%	3.2%
Despesa não financeiras / funding de clientes (C)	-8.2%	-8.7%	-7.7%	-8.2%
(A) + (B) + (C)	7.2%	6.6%	4.2%	-0.7%
(B) + (C)	-1.7%	-2.1%	-3.2%	-5.0%
ROE (NBK)	24%	21%	9%	Prejuízo

Emprestar dinheiro para grandes corporações não é fonte de vantagem competitiva. De fato, quanto pior o ROE do Itaú nessa parte do negócio, mais difícil para competidores fracos. Pense sobre um cliente que não tem empréstimos com o Itaú, mas provém depósitos de baixo custo, é muito leal (pois tudo funciona bem), usa bastante seu cartão e nunca visita uma agência - é um exemplo real, e esclarece que quanto menos os competidores conseguirem lucrar com empréstimos (corporativos principalmente), mais eles precisarão caçar retornos neste tipo de cliente, fazendo a participação de mercado líder do Itaú nestes serviços ainda mais valiosa e fácil de defender.

Para registro, até ser completamente adquirida pelo Itaú, a Redecard, seu braço de aquisição, tinha cerca de 2/3 do lucro da Cielo. Bem, a Cielo hoje vale R\$75,00 bilhões na bolsa, aproximadamente 20x seu lucro. Isso significa que se a Redecard tivesse capital aberto ela valeria cerca de R\$50,00 bilhões? E que o valor de mercado do Itaú ajustado para isso seria abaixo do patrimônio líquido (pela Itaúsa) - com ROE ainda acima de 20%? Sinceramente, não damos muito bola para este tipo de "avaliações de mercado". Qualquer um que entende o Itaú o suficiente para enxergar seu valor no longo prazo pode fazer duas ou três contas mentais e o ver como um investimento atrativo - mesmo que tenhamos três ou cinco anos ruins em sequência, e mesmo se o preço da ação fosse 30% maior.

Aliás, nós gostamos tanto do banco nesses preços de barganha que queríamos mais. Mas por regras da CVM (nosso fundo é administrado pelo Itaú), não podemos ter mais de 36% da carteira em ações do Itaú. Então compramos um pouco de Bradesco, um banco que também seguimos de perto e gostamos muito, por virtualmente todas as mesmas razões que apreciamos o Itaú. O fizemos antes da divulgação final da aquisição do HSBC pelo Bradesco, sobre a qual temos pouco a acrescentar além de dizer que é algo bom para nossos dois bancos no longo prazo, e, provavelmente, ainda melhor para o Itaú.

Além de acreditarmos que Itaú e Bradesco estão sendo ofertados por excelentes preços, ambos nos trazem algo que aprendemos a valorizar demais no Brasil: ROE alto com um bom tanto de proteção contra inflação e taxas de juros real; em outras palavras, ROE que deve subir em ambientes de taxas de juros maiores (desconsiderando movimentos de curto prazo obviamente). O que nos leva ao próximo tópico.

2- Equatorial (14,8%) e Cemar (10,1%)

Como explicado no relatório anterior, a Cemar é uma subsidiária da Equatorial. Podemos dizer que "a máquina operacional" da Cemar está bem lubrificada e rodando bem há vários anos. Seu mercado consumidor ainda cresce bem acima da média nacional e ganhos adicionais em perdas de energia são possíveis, mas seu atual nível de eficiência em despesas operacionais é suficiente para nos trazer altos retornos no patrimônio líquido - ao menos por dois ciclos regulatórios como explicaremos abaixo. Isto, em conjunto com preço atrativo das ações pouco líquidas da Cemar, nos fez dobrar nossa posição desde o relatório anterior.

Em 2015, a ANEEL (agência reguladora federal) estabeleceu o modelo para revisões tarifárias do quarto ciclo do setor de distribuição. Tal modelo veio muito parecido com o usado no terceiro ciclo, que era uma evolução bastante racional daquele usado no segundo. Sendo assim, a regulação no setor de distribuição de energia parece ter ganhado raízes mais fortes. E, como explicamos no relatório anterior, esta regulação é excelente para empresas bem geridas. A ANEEL reforçou ainda mais o modelo regulatório ao propor que as concessões vencendo

entre 2015 e 2017 sejam renovadas sem ajustes a não ser requerer que as concessionárias atinjam metas de qualidade e financeiras em poucos anos, sob o risco de perderem as concessões (e serem reembolsadas por ativos não depreciados). Aliás, a agência usou as melhorias operacionais da Cemar entre 2005 e 2009 como *benchmark* nessas propostas. Para constar, as concessões da Equatorial não vencem nos próximos 10 anos. Essas propostas de renovações ainda estão em análise no Tribunal de Contas da União (TCU) que argumenta que algumas concessões estão tão mal que não deveriam ter essa chance.

Dado os acontecimentos regulatórios recentes, a comunidade de investimentos e empresas elétricas em geral estão gananciosos por ativos de distribuição. Para exemplificar (e explicar nosso investimento), a Cemar tem atualmente despesas operacionais cerca de 20%, ou R\$100,00 milhões (conservadoramente), abaixo do seu OPEX regulatório, o qual deve crescer de acordo com inflação (IGPM) e consumo de energia, e decrescer por um fator de produtividade abaixo de 3% anualmente até o fim do terceiro ciclo da empresa, em agosto de 2017. E, agora que o modelo do quarto ciclo está disponível, podemos seguramente estimar que entre 2017 e 2021 o OPEX regulatório terá um comportamento similar, talvez com um fator produtividade ainda menor dado o bom *ranking* da empresa no estudo de *benchmark*.

Isso significa que, a não ser que a gestão perca as rédeas, esses R\$100,00 milhões de diferença irão muito provavelmente crescer ao menos com inflação e correr diretamente para lucros operacionais, representando um ganho sobre o retorno regulatório no capital investido antes de impostos (EBIT) de aproximadamente 40%, trazendo o ROE nominal de 15-18% para 20-25% - dependendo de como se pensa sobre impostos diferidos nos ganhos de inflação em ativos regulatórios e taxas de inflação, e todo o resto andando como o modelo da ANEEL prevê. Mas este não é o caso para a Cemar, pois suas perdas de energia estão abaixo da meta regulatória e a empresa tem enormes benefícios tributários entre outros fatores positivos. Mais ainda, a inflação é repassada anualmente na tarifa e maiores taxas de juros devem significar um WACC maior usado pelo regulador em revisões tarifárias a cada quatro anos. Tudo isso, somado ao crescimento em número de clientes e consumo de energia, faz da Cemar um ativo cobiçado, assim como o faz de praticamente qualquer concessão de distribuição em que um operador eficiente consiga colocar suas mãos.

Há algum tempo espera-se que a empresa elétrica do governo central, Eletrobrás, venda o controle acionário que possui em várias companhias de distribuição - todas as quais estão em mal estado. O primeiro leilão é esperado para a Celg, que possui a concessão em Goiás, um estado grande e com uma economia crescente. Notícias recentes dizem que algumas empresas estariam dispostas a pagar até R\$8,00 bilhões em *enterprise value* (valor do patrimônio mais dívida) pela Celg, que possui menos de R\$2,00 bilhões em capital investido - pode-se argumentar que tal capital pode dobrar em poucos anos dada a necessidade de investimentos,

mas, mesmo assim, após estes anos, este comprador hipotético acabaria pagando um múltiplo de 2,5x (*enterprise value* por capital investido regulatório), ou 3,5x (valor de mercado por patrimônio líquido regulatório). Esta caça por ativos pode parecer boa para nós, ela certamente contribui para a valorização das ações da Equatorial; mas a vemos de modo oposto: a chance da Equatorial fazer aquisições que gerem bastante valor se reduzem, caso esses interesses noticiados se confirmem.

Quanto às nossas aquisições de Cemar recentemente, elas foram feitas em um múltiplo de *enterprise value* aproximadamente de 1,7x (hoje, não daqui a cinco anos), e a um valor de mercado por patrimônio regulatório de cerca de 2,2x, ajustando (para cima) para caixa em excesso, ou 1,9x considerando o capital de giro sob o qual a empresa faz dinheiro com multas por pagamentos atrasados de clientes.

O múltiplo combinado da Equatorial é cerca de 2,2x de valor de mercado por patrimônio regulatório (com capital de giro), do qual a Cemar representa aproximadamente 1/3. Os outros 2/3 vêm da Celpa, adquirida em 2012 e que ainda está por entregar bons resultados. Assim, as expectativas convencionais (ou premissas?) entre investidores da Equatorial é que não apenas uma grande melhora está por acontecer na Celpa, mas também que aquisições gerando valor estão logo ali, na próxima esquina. Vemos os dois pontos com ceticismo.

Primeiramente, o ambiente da Celpa é tido como o mais difícil do país (pela ANEEL inclusive). Reconhecemos nossa falta de conhecimento sobre as dificuldades diárias neste ambiente, e mesmo gostando dos sistemas de gestão e meritocráticos instalados, não tomamos por certo que ganhos em perdas de energia além dos níveis regulatórios irão ocorrer - basta ver o que houve no resultado do último trimestre, com perdas de energia subindo para 31,8% (4,7p.p. acima do nível regulatório). Segundo, além do desejo pela Celg, quando olhamos para as outras empresas de distribuição da Eletrobrás, temos dificuldade em ver muito valor possível. Mesmo que competidores não estejam tão dispostos a fazer ofertas por mercados mais duros como Piauí, Alagoas e Amazonas, não vemos geração de valor relevante vindo fácil para a Equatorial (com seus R\$7,00 bilhões de valor de mercado), ao comprar empresas com menos de R\$400,00 milhões em ativos regulatórios remuneráveis. Estas companhias estão tão mal que investiram muito pouco com recursos próprios, dependendo fortemente de subsídios para sustentar mais de 50% de seus ativos (sobre os quais não há remuneração); mais ainda, elas normalmente possuem mais dívida líquida que ativos remuneráveis.

Portanto, olhamos a Equatorial por um lado mais conservador. A revisão da Celpa para o quarto ciclo já ocorreu, seus ativos regulatórios vieram acima do que esperávamos e seu OPEX mais ainda. Isso significa que, mesmo sem milagres, a Celpa, ao controlar seu OPEX e ganhar eficiência em um mercado com muito a investir e crescer, deve ser capaz de bater o retorno regulatório - se não tanto quanto a Cemar, ao menos por alguma margem. Sendo assim,

acreditamos que o múltiplo de preço por patrimônio regulatório da Equatorial, de cerca de 2,2x, aliado à proteção contra inflação e bons retornos no capital retido (que é provavelmente alto por vários anos dentro das atuais concessões da companhia), nos traz um baixo risco (contra o CDI). Pelo lado positivo, estamos expostos tanto a boas aquisições (e às ruínas também), quanto a um futuro mais brilhante na Celpa, na qual menores perdas de energia, levando a um mercado maior para fins regulatórios e maiores ganhos de eficiência, podem criar muito valor econômico. Como disse Peter Bernstein, o "filósofo do risco": "*risco significa que mais coisas podem acontecer do que vão acontecer*". Nossa missão é pensar em tantos cenários quanto possível e procurar por probabilidades favoráveis na exposição a riscos, a qual é inevitável.

Finalmente, não compramos mais ações da Equatorial este ano - sua relevância em nossa carteira cresceu por mérito (e demérito das ações de outras empresas), trazendo a exposição combinada para um ponto ao menos muito próximo do nosso nível de conforto.

3- Gerdau (3,4%) e ALL-Rumo (2,2%)

Entre 2012 e 2014 provavelmente dedicamos tanto tempo à Gerdau quanto o fizemos para Equatorial desde 2013. Os resultados foram, contudo, extremamente distintos. Não pelo nosso retorno com estes investimentos, mas sim pelo tanto que entendemos de cada negócio hoje em dia (um bom tanto sobre Equatorial e pouco sobre Gerdau), e porque a probabilidade de fazermos bons negócios no segmento de distribuição de energia é muito superior àquela do setor de aço. Isso não significa que, se tivéssemos ganho dinheiro em Gerdau, teríamos tudo isto tão claro como temos hoje.

Além da nossa natural falta de capacidade para entender vários negócios (como explicado no relatório anterior), aprendemos a dar muito valor ao retorno no capital marginal retido; em outras palavras, a fugir de investimentos nos quais o tempo joga contra. Portanto, após meses de rumações internas, decidimos cortar as ligações com decisões passadas, tempo dedicado, etc., e fazer o que nos parece correto: manter investimentos em empresas das quais entendemos pouco e não oferecem grandes retornos no capital retido muito pequenos - menos de 5% de capital alocado em cada caso, e abaixo de 20% no agregado. Mais sobre isso será explorado na nossa Carta Anual.

Em junho deste ano, agimos, reduzindo ALL para menos de 3% do fundo, e Gerdau abaixo de 5% - para constar, isso foi antes das recentes preocupações sobre governança corporativa na Gerdau, sobre as quais não temos nada para acrescentar. Este ano, investimos ainda em outras duas pequenas empresas que pertencem a este grupo (o qual denominamos de grupo 2 no relatório anterior). Ao todo, o grupo 2 representa 17% do fundo neste momento. Essa disciplina será seguida independentemente do quanto assimétrico imaginamos a relação

risco/retorno seja em cada caso - e acreditamos que temos alguns casos bastante desbalanceados positivamente hoje em dia, tanto dentro quanto fora da nossa carteira.

Afinal, se formos agir de acordo com nossas palavras e frases, precisamos focar em fazer dinheiro com nossos negócios principais (*core*), dedicar a grande maioria do nosso tempo a eles, e apenas fazer esses outros pequenos investimentos quando eles gritarem na nossa cara - e sem incorrer riscos de machucar nosso retorno total. Concluindo, um bom empresário não precisa tentar lucrar com todas as oportunidades em seu país, ele precisa ir bem nas suas atividades principais e estar atento para oportunidades na sua zona de conforto.

4- Vivo (7,6%) e impostos:

Recentemente, parece ter virado senso comum entre alguns investidores que a Vivo é um bom investimento - muitos estão falando sobre a posição competitiva superior no segmento móvel, o belo futuro da GVT, e as capacidades gerenciais do Amos Genish. Nós investimos na Vivo até antes da aquisição da GVT, a qual vimos como algo quase que necessário para uma companhia que pretende manter sua posição competitiva (pelos chamados acessos de "última milha"), mas a um preço caro e com duros desafios (tais como a ainda dependência de voz para 47% da receita da GVT). Nossa confiança nem cresceu nem decresceu pelos últimos acontecimentos. Concordamos sim com muito do que tem sido dito, mas não podemos esquecer que, mesmo que a empresa bata seus concorrentes relativamente, nossos resultados finais podem ser segurados de modo relevante por forte competição, sobre a qual ainda não chegamos a conclusões finais.

Dado o problema fiscal do nosso país, muitas propostas para alterações tributárias têm surgido. Não acreditamos que a maioria dos empresários perca o sono por causa disto. Também não cremos que acionistas deveriam fazê-lo - ao menos até que circunstâncias totalmente extremas apareçam. Quando uma de nossas empresas sofre um aumento de carga tributária, o analisamos com várias ferramentas (não apenas com uma planilha para calcular o efeito imediato *ceteris paribus*). Por exemplo, mais impostos sobre o lucro dos bancos irá obviamente, afetar todos os bancos rentáveis; mas os efeitos disto não são precisamente (nem de perto) quantificáveis. Quando uma alteração tributária afeta todos os concorrentes, a indústria reage - já vimos essa história com bancos no Brasil, há não muito tempo atrás.

Em outro exemplo, se o governo eliminar totalmente (como notícias especulam) as deduções tributárias sobre juros sobre o capital próprio, a Vivo sofreria bem mais que seus pares, os quais ou são muito alavancados ou não geram caixa líquido em suas operações. Por outro lado, a Vivo tem um balanço quase sem dívida, o qual poderia ser usado para compensar parte desta carga. Será que deveríamos realmente enlouquecer com cada nova notícia? Claro que pensamos sobre impactos potenciais, mas sem tentar ser precisos e vendo as coisas dentro

de suas respectivas magnitudes - afinal, se estivermos certos ou errados em Vivo, não é por 10 ou 15%.

Agradecemos sua atenção,

Nebraska Capital

Setembro de 2015

