

Nebraska Capital - Sexto Relatório de Investimentos - Março de 2017

Como dito na nossa última Carta Anual, nesse relatório vamos focar em Itaú, nosso maior investimento (38%, através da holding Itaúsa) e no setor bancário. Mas, antes de seguir para este tópico, gostaríamos de destacar uma importante mudança na nossa carteira. Em relatórios anteriores, deixamos muito claro o quanto apreciamos tanto a Equatorial quanto a Cemar. Escrevemos que as ações da Cemar são pouco líquidas e que reconhecemos o fato de que seus acionistas não participarão do (provável) crescimento inorgânico positivo que a Equatorial pode ter; contudo, o valor de mercado da Cemar tem um grande desconto em relação ao da Equatorial e a Cemar é a subsidiária mais antiga da Equatorial, operando a todo vapor em termos de eficiência e rentabilidade. Nos últimos meses tivemos a chance de comprar um bom lote de ações da Cemar, e simplesmente não pudemos deixá-la passar. A empresa agora representa 26% do nosso fundo (e a Equatorial outros 14%), contra 16% no fim do ano. Por outro lado vendemos quase toda a nossa participação em Vivo (não tínhamos caixa suficiente para comprar tudo o que queríamos em Cemar); como indicado em relatórios anteriores, nós vínhamos nos questionando mais e mais sobre este investimento, especialmente pelas mudanças na empresa desde que investimos (em específico a aquisição da GVT).

As agências reguladoras nos EUA e no Reino Unido (para onde nossos reguladores olham como fonte de inspiração) permitem que suas empresas de distribuição de energia elétrica tenham bons retornos sobre seus patrimônios, e, assim, essas empresas valem algo entre 1,5 a 2,5 vezes o patrimônio regulatório. O valor econômico dessas empresas no Brasil não deveria ser muito diferente, a não ser que nossa economia (ou nosso governo) tome o "caminho da Venezuela" (caso este, vale ressaltar, em que a maioria dos negócios perderia muito valor, não só os aqueles regulados). Acreditamos que o valor de mercado atual da Cemar seria justo caso a empresa fosse apenas "média", ou gerida razoavelmente bem. Mas a Cemar não é razoavelmente bem gerida; ela é muito bem gerida, e opera num ambiente regulatório que favorece muito a eficiência. Atualmente, a empresa faz praticamente o dobro do retorno regulatório, e nós não achamos que esta vantagem vá cair rapidamente - pelo contrário, deve ser um processo lento, se e quando ele começar. Mais ainda, a base de ativos regulatórios da Cemar continuar a crescer bastante.

Itaúsa (38%)

"Rentabilidade é mais importante que participação de mercado" - Paulo Caffarelli, CEO do Banco do Brasil - comentando os resultados de 2016 do seu banco.

Essa frase, do CEO do BB, resume boa parte da mensagem que pretendemos passar.

Em nosso primeiro relatório de investimentos, de Abril de 2015, escrevemos:

(1) "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."

(2) comentando sobre os movimentos estratégicos do Itaú desde 2011: "Além do BMG, o Itaú fez outros bons negócios, tais como comprar os 50% da Redecard (sua subsidiária em adquirência) que ainda não tinha, e a Credicard, um bem estabelecido negócio de cartão de crédito do Citibank, expandido a liderança nesse segmento."

(3) " 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."

Depois, em Março de 2016, antes do impeachment da presidente e assim no auge da crise, tivemos um relatório dedicado exclusivamente ao Itaú, no qual argumentamos que:

(1) o resultado antes de impostos e provisão para perdas (PTPP) era amplo e suportado por lucros de linhas de serviços, concluindo que o Itaú estava pronto para passar por praticamente qualquer tempestade que a economia brasileira pudesse trazer, especificamente escrevemos:

"Com a força dos resultados antes de perdas, e uma carteira de crédito diversificada e direcionada a empréstimos com baixa variância de perdas, ficamos tranquilos quanto à capacidade do Itaú de passar por cenários drásticos (bem piores do que o que a gestão indica para 2016). Mas não nos entendam mal, uma alta de 2, ou mesmo 3, vezes nas perdas de crédito ainda seria um cenário possível nesta discussão."

(2) negócios com vantagens competitivas grandes e sustentáveis valem múltiplos de seus patrimônios, independentemente de cenários macroeconômicos (com exceção de situações como a da Venezuela atual). Mais ainda, notamos que, entre 1997 e 2015, a Itaúsa, através de dividendos e crescimento patrimonial, tinha dado um retorno real anual de 17,5%, contra 7,7% do CDI e que, apesar de ser impossível acertar o tamanho da vantagem no futuro, qualquer empresário sensato que entenda de bancos no Brasil poderia ver que ela continuaria sendo substancial; e concluímos que as ações da Itaúsa eram um grande investimento no momento, pois elas estavam negociando por cerca de 1,5x patrimônio líquido (já mais valorizadas que alguns meses antes, quando estavam a 1,2x e quando nós estávamos igualmente investidos na empresa).

Nossos argumentos de 2016 parecem, neste momento, ter virado senso comum. O Itaú entregou bons resultados em 2016, com um lucro líquido de R\$22,0 bilhões (apenas 7% menos que em 2015), e a gestão disse que as despesas com créditos duvidosos devem cair entre 30% e 40% em 2017 (apesar de que o banco provavelmente consumirá parte da provisão adicional contabilizada no fim de 2015) - se trata de uma melhora bem mais relevante do que os competidores indicaram, mostrando o resultado das ações do Itaú sobre sua carteira de crédito desde 2011 (sobre as quais comentamos em relatórios anteriores). Nos últimos doze meses, as ações do Itaú (ITUB4) subiram 43% e as da Itaúsa (ITSA4) 37% (sem considerar os dividendos). O desconto na holding aumentou por preocupações do mercado acerca do interesse mostrado pela Itaúsa em adquirir uma participação (de controle) na BR Distribuidora - mais sobre isso abaixo. De qualquer modo, podemos, felizmente, dizer que nossas ações da Itaúsa ainda negociam a apenas 1,7x patrimônio.

Dado que não gostamos de tomar o seu tempo com pensamentos facilmente disponíveis, vamos voltar ao ambiente competitivo, com o qual começamos esta carta (frase do CEO do BB e os trechos do nosso relatório de 2015).

Antes de mais nada, precisamos lembrar que vivemos em um país que tem um sistema bancário muito concentrado, no qual três bancos privados (Itaú, Bradesco e Santander), junto com dois estatais (BB e Caixa), dominam o varejo bancário, de empréstimos a empresas a serviços de pagamentos. Além disso, nosso governo está constantemente precisando de capital, e o mesmo é válido para os bancos por ele controlados. E o mercado de capitais no Brasil é bastante subdesenvolvido, por várias razões que demandariam uma carta inteira. Portanto, ponto número um: a economia do Brasil inquestionavelmente precisa dos balanços (capacidade financeira) do Itaú, Bradesco e do Santander.

Ponto número dois: nosso sistema bancário é constantemente forçado, por grupos de interesses de dentro da sociedade, em um tipo ou outro de subsídios cruzados. Para exemplificar, nós forçamos os bancos a usar seus passivos mais baratos para financiar certos tipos de crédito (imobiliário residencial, rural...). Mais ainda, alguns grupos que gritam mais alto (ou que podem gastar mais dinheiro nisso) acabam tendo subsídios escondidos na forma de crédito barato (além das linhas direcionadas) de bancos estatais - a terceira tabela abaixo, com as perdas do BB em empréstimos a empresas, mostra uma boa evidência.

Tudo isso cria um ambiente competitivo bagunçado, do qual um banco bem gerido (Itaú) pode lucrar fortemente. Dado o seu tamanho e a sua importância para a economia, o Itaú não pode simplesmente optar por ficar de fora de algum segmento dentro do setor bancário, mas pode se expor mais ou menos a segmentos específicos. A terceira tabela abaixo mostra que o BB faz montanhas de dinheiro com seus clientes pessoas físicas (talvez o banco tenha o negócio bancário mais "fácil" do país neste nicho, com um monte de funcionários públicos que dão pouco calote, mas pagam altas taxas de juros, além de usar vários serviços), enquanto passa a maioria desses lucros como "subsídios" para outros grupos de clientes. Esta estratégia não apareceu por acaso, pelo contrário, foi concebida e bem implementada pelos nossos governos durante os anos 2000 - era a única maneira de agradecer àquelas vozes mais altas sem quebrar o banco.

Contudo, muito de algo "bom" em algum ponto passa a ser demais. Durante esta década (de 2010), os subsídios dentro dos bancos públicos ficaram tão grandes que suas partes mais rentáveis não puderam mais segurar a barra. Como escrevemos em 2015, enquanto o Itaú direcionava capital e esforços para aqueles negócios nos quais nosso governo "forçava" os bancos a serem bem rentáveis (cartões de crédito, seguros...), o BB e a Caixa faziam o oposto. Os resultados estão aparecendo agora. Mais ainda, nossa democracia pode avançar um bom tanto (assim esperamos), mas não vemos isso mudando o jeito que nosso sistema bancário funciona de modo significativo - o país acabou de tirar o nariz para fora d'água e já estamos vendo o governo "facilitar" as coisas para alguns grupos (por exemplo, para a indústria de construção, através de um renovado empurrão a empréstimos imobiliários na Caixa).

Isso não significa que não vemos nosso sistema bancário evoluindo. Regras melhores para empréstimos lastreados podem trazer índices de perda e taxas de juros para baixo, independentemente de mudanças estruturais no ambiente competitivo. A digitalização pode levar a corte de despesas, levando a menores taxas de juros, e permitindo que mais pessoas acessem o sistema. Poderíamos continuar, mas a mensagem está dada: o Itaú e seus pares continuarão beneficiando a nossa economia, desde que tenham as

condições mínimas para operar. Ainda, não podemos deixar de lembrar que nossos maiores bancos privados não chegaram nem perto de precisar de ajuda do governo durante a severa crise pela qual o Brasil está passando, uma estabilidade que chama a atenção e que consideramos um enorme benefício à nossa economia.

"Plantamos o que colhemos."

(1) Resultado antes de impostos e provisão para perdas (PTPP), Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Índices de Basiléia (III).

R\$ - Bilhões	Itaú*	Itaú*	BB**	BB**
	2015	2016	2015	2016
A - PTPP	55.60	54.90	32.40	35.30
B - Provisões para perdas de crédito	(19.00)	(24.20)	(20.00)	(27.00)
A/B	2.93	2.27	1.62	1.31
ROE	23.9%	20.3%	13.0%	7.5%
Basiléia III Capital Principal***	13.6%	14.0%	8.2%	9.6%

* Os números do Itaú estão pro-forma para a aquisição do CorpBanca (Chile)

* As provisões do Itaú incluem baixas de títulos corporativos.

** PTPP ajustado para a participação de minoritários em subsidiárias, que são principalmente negócios de serviços.

** Os números do BB diferem do que mostramos em relatórios anteriores por mudanças na consolidação.

***O dado do Itaú já considera a implantação de todas as regras, no BB não.

(2) Itaú - fontes de lucro:

Itaú - Lucro por segmento R\$ Bilhões	2015	2016
Serviços e seguros	14.10	13.60
ROE	33.9%	39.5%
Crédito e trading	9.60	6.40
Crédito	8.10	5.30
ROE	13.3%	9.4%
Capital em excesso	0.10	2.10
ROE	10.1%	9.9%

(3) BB - carteiras de crédito e subsídios cruzados:

R\$ - Bilhões	Carteira de crédito (média)	Spread	Provisões para perdas 1*	Provisões para perdas 2*	Spread líquido
Pessoa Física	186.00	22.10	(6.30)	(5.31)	16.79
Pessoa Jurídica	330.00	14.60	(20.40)	(17.18)	(2.58)
Rural	178.00	8.60	(1.80)	(1.52)	7.08

* Provisões para perdas 1 estão antes de recuperações, como divulgado pelo banco.

* Provisões para perdas 2 são contas nossas, alocando as recuperações pro-rata às perdas, o que é provavelmente injusto com o Segmento Pessoa Física, dado que suas recuperações costumam ser maiores (relativamente).

Sobre os números da tabela (3), é importante mencionar duas coisas: (a) o spread por tipo de crédito é dado pelo banco e leva em consideração o custo de captação específico, em outras palavras, o segmento rural fica com quase todo o benefício das fontes de captação mais baratas; e (b) é muito provável que as relações com clientes pessoa jurídica tenham mais despesas administrativas do que receitas de serviços, assim, sendo bonzinhos, e olhando apenas para a perda de R\$2,58 bilhões acima e alocando 40% do patrimônio do BB a este segmento, podemos dizer que o resultado do segmento em 2016 ficou R\$9,5 bilhões abaixo de um retorno sobre o capital de 20% (antes de impostos) que os acionistas poderiam razoavelmente esperar - num banco que teve um resultado total antes de impostos de R\$8,3 bilhões isto impressiona bastante.

Como acionistas de um competidor bem posicionado, não poderíamos estar mais felizes com os números do BB, bem como com os comentários do seu CEO, os quais, em nossa opinião, apenas mostram a direção que o BB iria necessariamente tomar, cedo ou tarde. Fique tranquilo, porém, haverá um momento em que os líderes do BB farão barulho sobre ganhar mercado novamente, cedo ou tarde.

Antes de concluir, temos algumas palavras sobre alocação de capital, primeiro no Itaú, e depois na Itaúsa:

(1) Com um retorno patrimonial acima de 20% o Itaú certamente vai gerar muito mais capital do que seu crescimento orgânico no Brasil vai requerer, independentemente da inflação realmente cair abaixo de 5% (como muitos prevêem) ou do crescimento econômico voltar. A administração acaba de anunciar uma mudança na política de dividendos do banco, aumentando o intervalo de 30-35% para 35-45% do lucro. Em 2016 o pagamento foi de 45%, mas, apesar de que a carteira de crédito mal deve crescer em 2017 (de acordo com a própria gestão), os administradores não se comprometeram com este percentual para os próximos anos, optando por manter a flexibilidade.

Nós aplaudimos a decisão de aumentar os dividendos, mas, como escrevemos em 2016, reconhecemos que, ao investir no Itaú, escolhemos ser sócios de duas das famílias mais bem sucedidas e empreendedoras do país, as quais provavelmente vão optar por crescimento ao invés de dividendos sempre que isso faça sentido econômico - sentido econômico sendo de importância fundamental aqui.

Nosso relatório anterior sobre Itaú trouxe alguns pensamentos sobre a decisão dos gestores de fundir a pequena subsidiária no Chile com o CorpBanca, alocando US\$650,00 milhões no negócio para ficar com um pouco mais de 1/3 da empresa combinada (Itaú-CorpBanca) e ganhar o controle gerencial. Não vamos nos repetir aqui, mas vemos este negócio ceticamente, pois o Itaú comprou um banco que tem uma posição competitiva no Chile muito diferente daquela que o Itaú tem aqui no Brasil.

Assim como o Itaú-Chile antes da fusão, o CorpBanca não estava entre os líderes de bancos de varejo no Chile (nem na Colômbia onde possui uma presença menor) - a combinação por si só não traz grandes melhoras a essas posições competitivas. O fato de que o lucro recorrente (consolidado, pro-forma) do Itaú-CorpBanca no Chile caiu 75% em 2016, somado a um prejuízo na Colômbia e a um ROE consolidado de 2% para o ano, mostra o quanto mais fraco é o seu valor econômico quando comparado ao do banco brasileiro no qual decidimos investir - o Itaú, no Brasil, passou por uma crise muito mais severa com uma queda de apenas

7% no lucro, e um ROE acima de 21%; ainda, os lucros dos bancos de varejo dominantes no Chile mal variaram entre 2015 e 2016.

Isto dito, entendemos que o CorpBanca foi uma transação pequena para o Itaú, e que deu à gestão a oportunidade de testar suas capacidades gerenciais em dois importantes países da América Latina, Chile e Colômbia. Em ambos os países, assim como em vários outros na região, existem bons bancos de varejo, com posições dominantes e operações bastante rentáveis; mas para se tomar o controle dessas empresas, valores bem maiores serão necessários.

Dadas as ambições abertas de seus controladores a respeito da América Latina, vemos um boa chance de, cedo ou tarde, o Itaú anunciar um grande negócio na região. Conforme as ações do banco se valorizam (apesar de ainda longe de serem uma boa moeda em nossa opinião), e outros países da região passem por alguns problemas (pense no México e sua moeda perdendo valor, por exemplo), essa probabilidade aumenta. Ao longo dos anos criamos uma boa confiança na gestão do Itaú e na sua capacidade de alocar capital; mas, ainda não tendo visto negócios relevantes fora do Brasil, não podemos chegar à conclusão definitiva de que tudo que a gestão faça será bom (ao menos em termos do processo de investimento, pois resultados em negócios estão sujeitos a algumas forças incontroláveis, como todos sabemos).

(2) A Itaúsa é a empresa holding da família Egydio de Souza Aranha. Ao fim de 2016, a companhia tinha 95,6% de seus investimentos totais (de R\$47,00 bilhões) no Itaú. Ou seja, seus outros investimentos (destacando-se o controle da Duratex) são praticamente irrelevantes e não têm demandado capital adicional, portanto, nós simplesmente os desconsideramos ao decidir investir no Itaú através da holding. Por décadas a Itaúsa tem sido apenas um conduíte, repassando os dividendos do banco aos seus acionistas (ajustando, via pequenas emissões de ações, para pequenas despesas com impostos). A empresa não tem dívidas. Contudo, talvez o fato de o banco estar gerando muito mais capital do que precisa, junto com a crise econômica criando oportunidades em outros setores, tenha levado a Itaúsa a anunciar que pode aumentar seus investimentos em outros setores para 10% (dos atuais 4,4%).

Especificamente, a Itaúsa, junto com a holding da família Moreira Sales (sua sócia no Itaú), anunciou interesse em adquirir uma participação (33%) de controle na empresa de distribuição de combustíveis da Petrobras, a BR Distribuidora. Espera-se que a Petrobras leiloe esta participação como parte de sua reestruturação. De acordo com notícias, a participação poderia atingir um valor de R\$10,00 bilhões; a parte da Itaúsa seria metade disto, e a gestão sugeriu que poderia usar uma combinação de dívida e capital próprio para financiá-la.

Distribuição de combustíveis se tornou um belo negócio no Brasil após um grande processo de consolidação/reestruturação ocorrido na década de 2000. Atualmente, três empresas, Ipiranga, Cosan e BR, dominam o setor. Muitos dizem que as oportunidades para melhorar a rentabilidade da operação são enormes na BR, e esta é provavelmente a razão pela qual vários pretendentes apareceram. Os gestores da Itaúsa argumentam que a seu favor eles têm tanto o fato de serem acionistas de longo prazo, quanto sua expertise local.

De qualquer modo, os detalhes de um potencial negócio com a BR não são a coisa mais importante para nós no momento. O fato é que investimos na Itaúsa por causa do enorme desconto de holding e

imaginando que, de acordo com uma prática de mais de década, nada de maior relevância iria acontecer na empresa. Obviamente, confiávamos que seus controladores e gestores não iriam destruir valor. Desde que a empresa anunciou o interesse na BR, o desconto (ITSA4 para ITUB4) aumentou de 21% para 25% (dando zero de valor aos ativos além do Itaú), o que significa que o mercado já precifica a aquisição da BR como uma certeza e um desastre total, ou, mais provável em nossa opinião, que a suave mudança estratégica na Itaúsa alienou parte de seus acionistas, os quais viam a empresa do mesmo modo que nós e se assustaram. Para nos assustar, porém, é preciso muito mais do que um anúncio de interesse em fazer um investimento relativamente pequeno num bom ativo.

Para fechar, replicamos algumas linhas da nossa Carta Anual recente, sobre o Roberto Setubal (no contexto do término de sua carreira como CEO do Itaú):

"Ele assumiu o banco em 1994, quando o mercado bancário brasileiro ainda era muito pulverizado, e criou uma máquina com uma cultura vencedora, que se transformou no maior banco do Brasil, no mais rentável (entre os grandes bancos do varejo) e, certamente, no mais bem administrado entre todos. Nesses 23 anos, o retorno médio sobre o patrimônio líquido do banco foi de 23,7% ao ano, e o retorno das ações, incluindo reinvestimento de dividendos, foi de 24,7% ao ano."

Agradecemos a sua atenção,

Nebraska Capital

Março de 2017