

Fevereiro de 2017

Comentários Gerais

Certamente 2016 foi o ano mais interessante desde que começamos a Nebraska em 2011. Foram dois os fatores principais: um externo a nós e um interno. No âmbito externo, iniciamos o ano com uma percepção que o país poderia acabar economicamente, que muitas empresas boas não valiam quase nada (na bolsa, porque no mercado privado continuamos a ver muitos negócios por preços adequados ou até “otimistas”), e que a dificuldade duraria para sempre. Esse movimento (de descrença geral) era totalmente oposto àquele de alguns anos atrás, quando muitos acreditavam que nossa economia continuaria crescendo bastante por muito tempo. Obviamente que muitas coisas erradas estavam (e muitas outras ainda estão) ocorrendo no nosso país, mas para quem gosta de estudar história dos negócios, e para aqueles que já viveram mais tempo, parecia que, eventualmente, as coisas mudariam.

Senão por causa da referida história, mas por uma questão matemática, teríamos que ter alguma mudança no país (com muito ainda por acontecer), ou nosso problema seria (ou será?) absurdamente maior do que o que foi pensado pela maior parte dos poupadores. Sendo mais claro, o CDI, que pode ser considerado o custo básico de capital no Brasil, caso as mudanças não ocorram, deixa de ser um “porto seguro” num cenário extremo de insolvência do país, pois é lastreado no final de sua cadeia na dívida federal do Brasil. Assim, em qualquer cenário, para nós sempre é melhor ter bons ativos produtivos de longo prazo que, com o tempo, renderão mais que o custo de capital, mesmo em situações extremas (não necessariamente em todos os anos).

Claro que há outra solução para os poupadores, que é a de retirar o dinheiro do país (apesar de não ser crível que isso seja fácil em uma situação de insolvência – vide Argentina no governo anterior ou a Venezuela atual), mas esse não é o mandato do nosso fundo, e sim tentar ter uma rentabilidade superior ao CDI ao longo do tempo. E, como escrevemos nas nossas últimas cartas, temos focado nossas atenções a bons (de preferência ótimos) negócios, que terão boas (de preferência ótimas) performances ao longo do tempo, especialmente se conseguirmos comprar pedaços deles, através do mercado acionário, por preços adequados.

Obviamente, falar nesse momento, depois da tormenta maior ter passado, é muito fácil. Mas a verdade é que não vendemos (até compramos) ações desses bons negócios no início do ano.

Para finalizarmos sobre economia em geral, que já falamos algumas vezes não ser o nosso forte, um aspecto muito interessante nesse momento difícil ficou bem ressaltado: empresas boas, com boas vantagens competitivas e bem administradas, podem até ter sofrido nessa crise, mas saíram dela em posições competitivas MUITO mais fortes. Isso faz com que o valor futuro desses negócios tenha crescido bastante. Se algumas empresas boas sofreram, imagine as ruins...

O segundo, e para nós mais relevante, aspecto interessante de 2016 foi o da organização interna da Nebraska. Focamos o ano todo em estudar e nos aprofundar em alguns poucos bons negócios, mesmo que eventualmente tenham aparecido no mercado de ações negócios não tão bons por preços muito “baratos”. Não precisamos fazer nenhum ajuste no nosso modo de operação há algum tempo e, com paciência e profundidade, aos poucos temos achado boas oportunidades de alocar o nosso capital em negócios que trarão retornos altos para todos nós. Resumindo: foi um ano sem grandes novidades na nossa operação, e assim será por muito tempo. Claro que evoluções são sempre necessárias e interessantes, especialmente num momento em que os hábitos mudam muito rapidamente, mas o formato principal (ou *mindset*) está bem estabilizado e temos bastante confiança para declarar que essa forma de agir trará ótimos retornos (já está trazendo aos poucos). Comentaremos mais sobre nosso formato de operação mais adiante, na sessão que traz o nosso portfolio.

Resultados

%	NEBRASKA CAPITAL FIA	CDI	IBOV	NBKA - CDI	NBKA - IBOV
2011*	8,30%	3,83%	7,18%	4,47%	1,12%
2012	22,97%	8,41%	7,40%	14,56%	15,58%
2013	1,34%	8,55%	-15,50%	-7,21%	16,84%
2014	-6,21%	10,81%	-2,91%	-17,02%	-3,30%
2015	-13,86%	13,23%	-13,31%	-27,09%	-0,54%
2016	36,31%	14,00%	38,94%	22,31%	-2,63%
Desde o Início	48,63%	74,77%	13,74%	-26,14%	34,90%
Anualizado	7,68%	10,99%	2,43%	-3,31%	5,25%
2012-2016 (5 Anos)	37,24%	68,32%	6,12%	-31,08%	31,12%

* Desde 25/08/2011 – data de início do fundo. Nebraska Capital FIA apresenta rentabilidade após as taxas e custos, enquanto CDI e Ibovespa são apresentados de forma “bruta”. Ou seja, antes de taxas e custos para administrar. Todos são apresentados antes de eventuais impostos que o investidor tenha a recolher.

Como de costume, não temos muito a comentar sobre o resultado do último ano. Prestamos atenção é ao resultado das empresas nas quais investimos, pois sabemos que no longo prazo o preço das ações vai refletir esses resultados. Resultados de curto prazo muitas vezes refletem mais o “ânimo” do mercado de ações do que o valor gerado pelas empresas. No entanto, mesmo com uma subida relevante nos preços de mercado das principais ações do fundo em 2016, temos convicção de que, além de o nosso portfolio ser composto por boas empresas, ao menos 70% dele está investido em ações que estão com preços de mercado bastante atrativos.

Já repetimos algumas vezes que o nosso objetivo é gerar valor (em torno de 4% ao ano) acima do custo de capital (CDI) a cada intervalo de cinco anos. Pelos motivos expostos com maiores detalhes na nossa carta anual de 2015, de 2013 a 2015, tivemos muitas perdas acumuladas (não por causa do valor de mercado em si, mas perdas efetivas em alguns negócios que investimos naqueles anos) que farão com que essa meta fique difícil de bater por um tempo. No entanto, de forma talvez não convencional, não trocamos a nossa meta; ajustamos já há algum tempo nossa forma de pensar e de investir, e temos uma convicção muito grande de que em algum momento do futuro, não tão distante, a alcançaremos.

Ressaltamos mais uma vez que estruturamos a Nebraska em um formato que alinha seus investidores (que consideramos sócios) com os gestores e também com a sociedade. Afinal, não faz sentido para a sociedade ter mais uma gestora de recursos no mercado que não gere valor. Assim como não faz sentido para nossos sócios investidores alocarem sua poupança em nada que renda menos que o CDI no longo prazo. Por fim, aqueles que nos

conhecem pessoalmente sabem que não faz sentido para nenhum de nós individualmente ter uma gestora que não ganhe dinheiro, pois nossa taxa de administração é muito baixa (propositalmente) para que justamente ganhemos dinheiro apenas quando nossos investidores ganham.

Investimentos

Empresa	Nº de Ações	Valor 31/12/2016	Carteira (%)
Itaúsa	3.260.284	26.995.152	37,5%
Cemar	462.387	11.444.078	15,9%
Equatorial	194.300	10.569.920	14,7%
Vivo	121.600	4.864.000	6,7%
Charter (USA)	2.849	2.666.415	3,7%
Outros Brasil	-	2.008.415	2,8%
Outros USA	-	4.506.674	6,3%
<i>Subtotal</i>		<i>63.054.654</i>	
Caixa e Equiv.		9.016.947	12,5%
TOTAL		72.071.601	100,0%

São três os principais aspectos a serem ressaltados sobre nosso portfolio ao final de 2016: o primeiro é a **estabilidade da carteira**; o segundo, uma clara **divisão da carteira em “grupos”**; e o terceiro é o aumento dos nossos **investimentos em empresas americanas**.

- Estabilidade da carteira:

Esse é um dos fatores que nos leva a ter a convicção de estarmos no caminho certo para gerar valor a todos nós. Comparando nosso portfolio com aquele do final de 2015, temos uma posição ainda maior em Itaúsa (holding que controla o Itaú Unibanco) em lugar de um investimento que tínhamos em Bradesco; um aumento do nosso investimento em Cemar (em termos relativos e não absolutos), e o aumento dos nossos investimentos em empresas americanas, em contraponto à diminuição dos investimentos em outras empresas brasileiras.

O aumento do nosso investimento em Itaú e a nossa saída de Bradesco não tem relação com mudanças nossas de avaliações das empresas em si. Apesar de ser claro que gostamos mais do primeiro que do segundo, o Bradesco é uma empresa também muito interessante e com grandes vantagens no mercado brasileiro. Acontece que, por nosso fundo ser administrado e custodiado pela Intrag (empresa do grupo Itaú), tínhamos até meados de 2016 uma limitação na exposição total do fundo em ações de empresas coligadas ao grupo Itaú,

mesmo que nenhum de nós da Nebraska tenha qualquer relação profissional com o banco. Era uma interpretação da regulação que não fazia sentido, afinal ninguém do Itaú ou da Intrag tem qualquer influência sobre o que compramos ou vendemos no fundo, desde que respeitado o regulamento. Em um dado momento de 2015 o preço das ações do Itaú ficou bastante barato, como acontece com ações de bancos de tempos em tempos. Como não podíamos aumentar nossa posição em Itaú, compramos ações do Bradesco, que também tinham caído muito (e que, como declaramos acima, também é uma boa empresa). Em 2016 entrou em vigor uma nova instrução da CVM (a 555) que deixou essa questão mais clara, possibilitando com que trocássemos nossa posição de Bradesco por Itaú.

O aumento da posição em Cemar foi passivo. Comparando o portfolio do final de 2015 com o de 2016, tínhamos 470.187 ações da Cemar, e passamos nesse ano a 462.387. Ou seja, temos menos ações ao final desse ano do que no anterior. O que a fez ficar mais relevante, foi a abertura extraordinária para resgates que fizemos em agosto, após o fundo completar cinco anos. Sendo a Cemar uma subsidiária (até o momento a que tem os melhores resultados) da Equatorial, e tendo ela um preço de mercado bem mais atrativo do que a Holding (em que pese a Equatorial tenha maior flexibilidade para fazer novos bons negócios do que a Cemar, que deve continuar sendo exclusivamente a empresa de distribuição de energia do Maranhão), decidimos por praticamente não vender ações da Cemar, e vendemos mais da Equatorial, mantendo naquele momento a proporção das duas empresas combinadas na nossa carteira.

Em relação ao aumento dos investimentos em empresas americanas, em detrimento da redução dos investimentos em outras empresas brasileiras, é uma estratégia que está de acordo com o foco que temos tido nos últimos tempos: o de concentrar nossos esforços e dinheiro em boas empresas ao invés de empresas apenas “baratas”, que é o que tinha na carteira “Outros Brasil” ao final de 2015. Sobre as inclusões de algumas empresas americanas, explicaremos mais adiante. Essa alteração (mais empresas americanas de qualidade, menos empresas brasileiras “baratas”) foi a única alteração ativa que fizemos em 2016 - As demais foram obras das circunstâncias do ano.

- Divisão da carteira em “grupos”

Esse ponto não é uma regra fixa ou algo planejado, mas uma consequência do nosso formato de pensar, cada vez mais de forma empresarial, e menos “mercado financeiro”. Ao olhar nosso portfolio ao final de 2016, nota-se uma divisão dele em três grupos distintos: um bastante concentrado (Itaúsa, Cemar e Equatorial); outro bem diversificado e com posições

pequenas (Charter, Outros Brasil e Outros USA que em conjunto representam 12,8% do fundo num total de seis empresas); e por fim uma empresa “no meio do caminho”, a Vivo.

Nosso “ganha-pão” está nas empresas nas quais temos bastante capital investido – Itaúsa, Equatorial e Cemar (68,1% combinadas). Essas empresas possuem duas características em comum: elas são o que computamos como “completas”, e estão entre as que acompanhamos há bastante tempo.

Empresas “completas” para nós são aqueles animais muito raros, que possuem em conjunto uma série de características muito boas (não que não tenham eventuais defeitos ou problemas; todos nós certamente também os temos). Como destaque dessas características, essas empresas possuem retornos muito altos gerados não por circunstâncias, mas pelas suas estruturas econômicas; têm gestores alinhados com os minoritários, o que é fundamental para nós; e têm boas possibilidades de reinvestir um bom pedaço dos seus lucros de forma rentável, de preferência no mesmo negócio ou em negócios correlatos. Também muito importante, entendemos bem desses negócios (contabilidade, valor econômico, dinâmica competitiva, etc.). Entre Itaú e Itaúsa investimos desde 2011; iniciamos a investir em Equatorial em 2013 e em Cemar em 2014. Pretendemos ter esses investimentos por muito tempo ainda (em qual proporção as circunstâncias vão determinar).

Como escrevemos nas nossas cartas a partir de 2014, são poucas as empresas que possuem as características acima, e cujos futuros econômicos conseguimos entender bem, negociadas na bolsa do Brasil. Assim, é natural termos uma alta concentração em poucos investimentos, o que sabemos não ser convencional (assim como outras características nossas). Não achamos que, com a escassez de boas opções no Brasil, seja possível ter, ao mesmo tempo, uma carteira muito diversificada e de boas empresas (com alto grau de conhecimento do futuro das mesmas). Isso não significa que somente esses três negócios sejam “elegíveis” por nós como empresas para investir bastante dinheiro. Há mais alguns outros muito bons que, conforme aparecerem as oportunidades, estarão no nosso portfolio com o passar dos anos.

Como essas três empresas possuem alto retorno no seu patrimônio, e conseguem reinvestir capital também com alto retorno, caso o preço da ação de uma delas caia, ou fique parado por um período razoável de tempo (um ou dois anos), e as características econômicas do negócio não mudem, essa ação torna-se bastante atrativa. Exemplificando: se uma empresa tem retorno econômico sobre seu patrimônio (também econômico) de 25% ao ano, paga 30%

dos lucros em dividendos, reinveste o restante à mesma taxa retorno, e sua ação fica no mesmo preço por dois anos, o preço ficará, ao final desse período, em torno de 28% mais atrativo, além dos dividendos já recebidos. Por causa dessa matemática*, e pelas características enumeradas acima, se tivermos a oportunidade de aumentar nossos investimentos nesses negócios a preços muito atrativos, o faremos, como fizemos (pouco) ao final de 2016 com Itaúsa e também com Cemar nesse início de 2017 (mais relevante).

*Ressaltamos que o exemplo acima é teórico, que as coisas não acontecem de forma tão linear no mundo real, e que os números não refletem a realidade das empresas citadas – servem apenas para ilustrar o raciocínio.

Para aqueles mais interessados em conhecer como pensamos sobre essas empresas, desde 2015 temos escrito o que denominamos de “Relatório de Investimentos”, com mais profundidade e também muitos números sobre esses negócios em especial. Eles estão em nosso site no link: <http://www.nebraskacapital.com.br/relatoriosinvestimentos.asp>. O Relatório de Março de 2016 trata especificamente de Itaú, e teremos mais um sobre o mercado bancário de varejo em geral e Itaú em específico ainda nesse 1º trimestre de 2017. Também temos dois Relatórios escritos em 2016 com foco na Equatorial. Um em Junho e outro em Dezembro. Links abaixo:

Março: <http://www.nebraskacapital.com.br/arquivos/NebraskaCapital-RelatoriodelInvestimentos-Marco2016.pdf>

Junho: <http://www.nebraskacapital.com.br/arquivos/NebraskaCapital-RelatoriodelInvestimentos-Junho2016.pdf>

Dezembro: <http://www.nebraskacapital.com.br/arquivos/NebraskaCapital-RelatoriodelInvestimentos-Dezembro2016.pdf>

Outro grupo de empresas do nosso portfólio (12,8% em seis ações ao final de 2016) é mais diversificado e esses negócios podem estar na nossa carteira por diferentes motivos. Pode ser algum investimento em uma empresa não tão boa assim (mas também não ruim), cuja ação esteja muito barata, como era o caso da ação que está classificada como “Outros Brasil” na carteira acima. Ou então uma empresa que aparente ser muito boa, mas que ainda não acompanhamos por tempo suficiente para ter a convicção necessária para investir mais dinheiro, sendo assim, iniciamos um investimento para entender melhor, acompanhar mais de perto e, eventualmente, investir um pedaço maior. Ainda, pode ser também uma empresa com muitas características de empresa “completa”, mas algumas outras características nem tanto; fazendo com que, mesmo que estejamos vendo uma relação de risco e retorno muito boa, preferimos ter cuidado. Pode haver casos também de companhias que tenham mais de um tipo de negócio, sendo um ou dois deles muito interessantes, mas outros nem tanto, e das quais vale a pena sermos acionistas para tentar ter um maior acesso aos seus gestores e / ou controladores. Por fim, há os investimentos em empresas americanas que, até agora, têm sido

feitos com bastante calma e em proporções pequenas do portfólio – comentaremos mais sobre estes abaixo.

O último grupo da divisão da nossa carteira de investimentos é o que está “no meio do caminho”, e que ao final de 2016 tinha apenas a Vivo, uma empresa com várias características interessantes, especialmente operacionalmente e competitivamente. Com o passar do tempo fomos ganhando confiança nesse nosso julgamento e, por isso, investimos um pouco mais do nosso dinheiro na empresa, fazendo com que ela saísse do grupo diversificado mencionado anteriormente. No entanto, não temos o mesmo conforto de julgamento com o valor futuro da Vivo que temos nas empresas mais representativas, mesmo ela passando por uma grande crise econômica com resultados MUITO superiores ao dos competidores.

Para finalizarmos esse tópico, gostaríamos de ressaltar que não gastamos tempo pensando nessa divisão de “grupos”. Apenas fizemos essa separação no texto para explicar melhor como pensamos no geral sobre o nosso portfólio. Essa divisão é uma decorrência natural das nossas características, dos valores de mercado e às vezes do desempenho das empresas. Não temos nenhuma regra pré-estabelecida de tamanho de cada alocação ou se estará no “grupo” x, y ou z. Para exemplificar, nosso investimento em Equatorial foi feito em duas vezes. Uma em 2013 e outra, quando já tínhamos mais conforto, em 2014. Cada vez compramos 4% do fundo, e ela se tornou muito relevante pelo seu valor de mercado ter subido bastante (mesmo considerando a redução que fizemos comparativamente com o restante da carteira, nos resgates de 2016).

- Investimentos em empresas americanas

Escrevemos na nossa carta de 2015:

“Aqui, cabe um adendo: acreditamos que, aos poucos, essa parte do nosso portfólio (USA) crescerá em relação ao resto, especialmente pela escassez de opções de investimentos com as características que estamos buscando no mercado brasileiro.”

Assim como nossas demais atitudes, esses investimentos vêm ocorrendo naturalmente, e aos poucos. Em 2016 adicionamos três pequenos investimentos para o fundo, em empresas que já estudamos há algum tempo, e com características econômicas bastante interessantes.

Já tínhamos o investimento em Charter Communications em 2015, que subiu bastante em 2016, passando a ser um pouco mais representativo.

A Charter tornou-se a segunda maior empresa de cabo (internet, televisão e telefone fixo) dos Estados Unidos, após fundir seus negócios com a Time Warner Cable (que era maior que ela) e com a Bright House (menor). É um negócio (cabo) que já acompanhamos há um bom tempo (já investimos em NET quando tinha capital aberto e a Vivo tem uma operação parecida relevante também – especialmente após comprar a GVT em 2015) e que tem um valor econômico que gostamos. A Charter é controlada pelo Grupo Liberty, cujo controlador é um dos pioneiros do negócio de cabo nos Estados Unidos (John Malone), e tem um desempenho financeiro e operacional bastante impressionantes desde que foi adquirida por esse grupo.

Assim, fechamos 2016 com cinco empresas e 10% do fundo investido em empresas americanas. Como já ressaltamos, nunca corremos o risco de câmbio nesses investimentos, pois fazemos o *hedge* através da venda de dólares no mercado futuro, o que aumenta a atratividade do investimento quando pensado em Reais. Continuamos a acompanhar algumas outras empresas no mercado americano, nosso esforço para lá é cada vez um pouco maior, e reforçamos acreditar que, com o passar do tempo, teremos proporções maiores do nosso portfólio por lá. Tudo sendo feito com bastante calma para não correremos mais riscos do que devemos (ações, em geral, subiram muito nos Estados Unidos nos últimos anos), e especialmente sem descuidar do nosso principal mercado, o Brasil. Além dos negócios brasileiros nos quais investimos, estamos atentos a mais alguns outros, e cada vez mais preparados para agir quando a oportunidade aparecer.

Considerações Finais

Não poderíamos deixar de mencionar nossos agradecimentos ao Sr. Roberto Setubal que deixará o comando das operações do Itaú na próxima Assembleia Anual. 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. Números que impressionam, mas não surpreendem quem acompanha o desempenho do Itaú há bastante tempo. Acreditamos no processo de transição do Itaú, especialmente por ter sido bem planejado, mantendo na presidência do Conselho de Administração, tanto o atual

Presidente, Pedro Moreira Salles, quanto o próprio Roberto Setubal. Ainda, o novo Presidente, Cândido Bracher, não só tem muitos anos dentro do próprio banco, como também tem grandes interesses econômicos de longo prazo na empresa, assim como nós.

Por fim, pelo oitavo ano consecutivo estaremos em Omaha, acompanhando a reunião anual da Berkshire Hathaway. Será, como de costume, no primeiro sábado de maio (dia 06). Quem tiver interesse em nos acompanhar, basta nos procurar.

Agradecemos a confiança.

Nebraska Capital