

Fevereiro de 2018

“O caminho do sucesso é o caminho da aprendizagem contínua” - Napoleon Hill

Comentários Gerais

Escrevemos na nossa última carta anual: “resumindo: foi um ano sem grandes novidades na nossa operação, e assim será por muito tempo”. Com essa previsão acertada, passamos o ano de 2017 de forma similar aos últimos: aprofundando nosso entendimento de algumas empresas em poucos setores, mas aos poucos encontrando alguns novos investimentos para o nosso fundo, bem como empresas que podem vir a ser bons investimentos no futuro.

Nosso modelo (incentivos) e, especialmente, nossa forma de ver o mundo dos investimentos nos permite agir nesse formato que não é convencional: não discutimos sobre política e macroeconomia, mas sim estudamos e vamos aprendendo sobre negócios que julgamos serem bons economicamente, bem administrados e alinhados conosco (acionistas minoritários). Sabemos que as empresas não são totalmente imunes ao ambiente no qual estão inseridas, mas a história (inclusive a recente) nos demonstra que, no longo prazo, negócios com as características mencionadas valorizam-se e, especialmente no nosso país, muitas vezes essas empresas até beneficiam-se de uma crise, especialmente após ela passar (ficam mais fortes competitivamente).

Ainda, separamos bem entre os sócios as funções de uma gestora: atrair e cuidar dos seus clientes (que enxergamos como acionistas), cuidar dos seus investimentos e potenciais outros, e as funções administrativas. Isso faz com que, como mencionado, nosso modelo não seja convencional – nós não precisamos estar juntos na maior parte do tempo. Mas temos convicção de que esse é o modelo que vai gerar melhores resultados para o nosso fundo, como aos poucos começa a aparecer.

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%
2017	24,67%	9,95%	26,86%	14,72%	-2,19%
Desde o Início	85,30%	92,16%	44,28%	-6,87%	41,01%
Anualizado	10,20%	10,83%	5,94%	-0,63%	4,26%
2013-2017 (5 anos)	39,13%	70,71%	25,35%	-31,58%	13,79%
* 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.					

Sobre os resultados, como já explicitamos em cartas anteriores, não temos nenhuma consideração a fazer sobre o do último ano especificamente. Os resultados que consideramos relevantes na tabela acima são dois: o acumulado e o dos últimos cinco anos. Eles demonstram, com o tempo, se o processo de investimentos está bom ou não. Pelos motivos explicados com maior profundidade na nossa carta anual de 2015, esses resultados ainda não estão satisfatórios. Mas, com a estabilidade do nosso processo de investimentos e da forma de pensar e agir, acreditamos fortemente que os traremos para níveis aceitáveis, e possivelmente muito bons nos próximos anos mesmo que, eventualmente, o ambiente econômico seja difícil.

Reforçamos aqui nossa governança que não mudou em nada desde o início do fundo: temos a menor taxa de administração entre os fundos de ações abertos que conhecemos (servem apenas para pagar o custo de operarmos, que é baixo); não pagamos “rebates” para terceiros captar e manter clientes; cobramos performance sobre o resultado que houver acima do CDI acumulado de cada investidor; e, por fim, ao menos 70% dessa performance tem que ser reinvestida na mesma carteira de investimentos que nossos clientes, sendo essa a única aplicação financeira permitida para nós, sócios da Nebraska (além de alguma renda fixa para eventuais emergências). Ainda, esse investimento não é resgatável pelos sócios, a não ser em caso de saída da sociedade. Como também já destacamos anteriormente, esses princípios garantem que ou teremos sucesso, ou a Nebraska não fará sentido nem para os investidores e nem para nós, o que não é comum no mercado financeiro.

Carteira de Investimentos

Empresa	Valor 31/12/2017	Carteira (%)
Itaúsa	36.221.227	39,9%
Cemar	22.844.675	25,2%
Equatorial	12.873.965	14,2%
Smiles	3.544.530	3,9%
Multiplus	2.233.000	2,5%
Coelce	1.894.350	2,1%
Credit Acceptance (USA)	2.372.918	2,6%
Outros Brasil	220.265	0,2%
Outros USA	6.035.655	6,7%
Subtotal	88.240.585	97,3%
Caixa e Equiv.	2.462.679	2,7%
TOTAL	90.703.264	100,0%

“Agir é fácil; pensar é difícil”

Em relação aos nossos investimentos, gostaríamos de ressaltar dois aspectos que já explicamos em cartas e reuniões anteriores, mas com um pouco mais de profundidade: a estabilidade da carteira, e a grande concentração em poucas empresas.

Estabilidade da Carteira

Os três principais investimentos do nosso fundo permanecem os mesmos desde 2015: Itaúsa, Cemar e Equatorial. Explicaremos um pouco mais sobre Cemar e Itaúsa na próxima seção, sobre concentração. Mas, em relação à estabilidade primeiramente, com o tempo,

fomos ganhando cada vez mais convicção de que é muito difícil para um bom investidor vender partes de um negócio que seja muito bom e que ele conheça muito bem. Como sabemos que, no longo prazo, empresas de altos retornos e algum crescimento (como essas três) darão altos retornos aos seus acionistas (isso parece meio óbvio, e é, mas não gera corretagem, palestras, gráficos, relatórios e outros “subprodutos” do mercado financeiro), com o tempo esses retornos virão para o fundo, como já está acontecendo. Estudamos essas empresas há muitos anos, e acreditamos que apenas em situações excepcionais venderemos partes relevantes dessas nossas participações.

Quais são essas situações excepcionais? Primeiramente, se as características econômicas desses negócios mudarem para pior de forma relevante. Estamos constantemente revisando nossas premissas e atualizando nossos estudos para verificar se algo de relevante piora nessas empresas. Se esse for o caso, temos que ser racionais o suficiente e não ficarmos “presos” a decisões do passado – o que muitas vezes não é fácil, mas é o nosso trabalho.

A segunda situação excepcional seria a de encontrarmos outra possibilidade de investimento com um balanço entre risco e retorno que seja MUITO atrativo e, nesse momento, não termos caixa disponível para fazer tal investimento. Mesmo assim, na maioria das vezes de um caso desses (como ocorreu em 2017), optaremos por trocar alguma das empresas menores do nosso portfólio por essa nova ideia.

Por fim, existe a hipótese de os preços dessas empresas ficarem exageradamente caros, e vendermos um pedaço dos nossos investimentos, como proteção. A dificuldade aqui é a de determinar esse conceito: “exageradamente caro”. Empresas boas, de alto retorno e algum crescimento, ficam todos os dias um pouco mais baratas, como exemplificamos na nossa carta do ano passado:

“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”

Como essas hipóteses são excepcionais, mantidas as condições normais de temperatura e pressão, não vemos essas três empresas deixando de ser muito relevantes para o nosso fundo no médio prazo. Caso o fundo cresça muito pela entrada de novos clientes, nossa posição de Cemar deve ser diluída, dado que é uma ação com baixa liquidez e teríamos dificuldade em comprar mais. Já prevendo essa possibilidade, sempre que encontramos um lote grande de ações dela a venda, a um preço que julgamos bom para comprar, o fizemos, como foi o caso no início de 2017. Mais ainda, fecharíamos o fundo para novas captações antes de que essa diluição passe do mínimo que queremos ter dessa empresa, para que todos os nossos acionistas tenham acesso ao retorno que vemos nesse negócio no longo prazo.

Mas, mesmo com essa estabilidade, conseguimos adicionar algumas empresas, com menor participação no fundo, e que julgamos bem interessantes para o nosso retorno, como Smiles, Multiplus e Coelce. Também algumas outras posições pequenas no mercado americano, conforme temos comentado nos últimos anos. No nosso encontro anual, falaremos um pouco mais sobre as empresas de fidelidade, e sobre nosso maior investimento nos USA, a Credit Acceptance – que já estava no fundo ao final de 2016.

Vale ressaltar que acompanhamos de perto alguns belos negócios nos quais não investimos atualmente e estamos sempre estudando outros que podem ter muito potencial, constantemente em busca de uma grande nova ideia, a qual pode vir a ter uma participação relevante no nosso fundo se e quando identificada. Mas a barra aqui é muito alta e não conseguimos prever se teremos outra empresa juntando-se a Itaú, Cemar e Equatorial nos próximos anos, apesar de que buscar novos investimentos “de brilhar os olhos” é uma de nossas mais importantes funções.

Concentração

“Tanto nos negócios quanto nos investimentos, normalmente é muito mais lucrativo simplesmente ater-se ao simples e óbvio do que resolver o difícil” - Warren Buffet, 1989.

Sabemos que, como outras características nossas, o grau de concentração do nosso fundo não é convencional, com praticamente 80% do fundo em três ações ao final do ano. Por isso, tentaremos esclarecer como pensamos sobre esse tema aqui na Nebraska.

Primeiramente, gostaríamos de enfatizar que essa concentração não foi pensada, ou planejada com antecedência. Ela está acontecendo por uma série de fatores que listaremos abaixo.

a) Conhecimento dos negócios:

Temos investimentos em Itaú desde o primeiro dia do fundo – na verdade até antes, através das consultorias de investimentos. No caso de Cemar e Equatorial, investimos primeiramente na Equatorial em 2013, e na Cemar em 2014. Não custa ressaltar que a controladora da Cemar é justamente a Equatorial, com 65% de seu capital. Ou seja, ao investir em Equatorial, já conhecíamos muito bem a Cemar, sua melhor operação até hoje. E esse é um dos fatores que levaram a essa concentração: conhecemos e entendemos profundamente tanto essas empresas quanto o ambiente competitivo no qual estão inseridas – as acompanhamos há muito tempo.

Estudamos o mercado bancário no Brasil desde o início do nosso fundo, e o mercado bancário americano já há vários anos (temos dois bancos entre nossos investimentos nos USA). Quem tem essa rotina, sabe que em vários locais um banco grande de varejo é uma operação com diversas vantagens que, se bem utilizadas, traduzem-se em altos retornos para seus acionistas, prestando serviços fundamentais para seus clientes. Mesmo em um ambiente muito mais aberto e competitivo como o americano, a parte de varejo dos grandes bancos é bastante lucrativa. No Brasil, com um ambiente competitivo mais fácil de entender (cinco grandes bancos dominam os depósitos e os créditos para pessoa física e pequenas e médias empresas, que são as origens para um bom negócio de varejo), não é tão difícil assim identificar que o Itaú é o melhor dos grandes bancos (em que pese o Bradesco ser também uma bela empresa e o Santander estar melhorando ultimamente). Na verdade, dificilmente encontramos alguém que entenda bem de banco e discorde dessa afirmação acima. Com isso, com o tempo, fomos concentrando nossos investimentos nesse setor na melhor empresa e isso, aliado aos resultados do banco que estão traduzindo-se na valorização da sua ação, acabou por aumentar o grau de concentração em Itaúsa.

Já no caso da Cemar, estudamos o setor de distribuição de energia desde 2011. Assim, temos uma compreensão do modelo regulatório bastante grande, sendo capazes de entender por que, num setor regulado, uma empresa como a Cemar tem um retorno tão alto. Nossa

regulação de energia é inspirada na regulação do Reino Unido. Essa regulação estimula as empresas do setor a investir bastante para melhorar a qualidade e diminuir a perda de energia no nosso país. Para isso, é oferecida uma taxa de retorno atrativa através da conta de luz (esse é um dos componentes) para todas as empresas. Só que, no caso da distribuição de energia (diferente de transmissão e geração), as empresas precisam, além de investir bastante, incorrer em significativos custos operacionais para administrar sua rede elétrica (ligar clientes, cobrá-los, cortar luz, reparar danos, etc.). E é nesse ponto que a Cemar se diferencia, e muito. Para determinar o quanto uma empresa deveria gastar na sua operação para atender bem aos seus clientes, a ANEEL utiliza um sistema de benchmark com as 36 maiores distribuidoras do país, criando uma “empresa de referência”. Só que nessa empresa teórica, estão os dados de várias empresas muito mal administradas, especialmente as estatais. Assim, uma empresa que gaste muito menos do que essa empresa teórica acaba ficando com essa diferença, o que aumenta (no caso da Cemar muito) o retorno para os donos do negócio. Como “cereja do bolo”, o fato de estar no Nordeste traz ainda para a Cemar um incentivo fiscal, fazendo esse retorno subir ainda mais, para praticamente o dobro daquele retorno já atrativo citado no início desse parágrafo. Resumindo, temos um investimento num monopólio natural, com a regulação para os próximos sete anos (no caso da Cemar) já muito bem estabelecida, e que foi comprado por um preço muito atrativo. Ainda, uma tranquilidade adicional desse negócio é que a Cemar pode apenas ser a empresa de distribuição de energia elétrica do Maranhão – mais nada. Ou seja, seus resultados serão, ou reinvestidos a altas taxas, ou eventualmente distribuídos como dividendos aos seus acionistas.

b) Preços de compra atrativos:

Por diferentes motivos, as compras que fizemos de Itaúsa, Cemar e Equatorial foram a preços muito interessantes. Ao fazermos investimentos em empresas muito boas economicamente (com altos retornos) por preços atrativos, aumentamos ainda mais o retorno esperado para o nosso fundo. Com isso, logicamente elas crescem em tamanho dentro do portfólio.

No caso do Itaú, no curto prazo a ação oscila bastante, pois seu crescimento (por causa do seu enorme tamanho) está relacionado com o crescimento do nosso país. As expectativas de curto prazo do mercado acionário alteram-se frequentemente, como altera-se frequentemente o humor do mercado financeiro, especialmente no Brasil. Com isso, muitas vezes temos a oportunidade de comprar um pouco mais de ações (bem pouco por já termos muito) por preços muito atrativos, aumentando o nosso retorno, mas potencialmente aumentando a concentração quando os humores se normalizam.

Na Equatorial, fizemos apenas dois investimentos, e não muito grandes (de 4% do fundo cada) em 2013 e 2014. Ainda, vendemos um pouco em 2016 para comprarmos mais Cemar e mesmo assim ela continua representando mais de 14% dos nossos investimentos. Assim como nos demais casos, o fato de termos conseguido comprar uma empresa excepcional por preços muito atrativos (por diferentes motivos), aumentou nosso retorno e, por conseguinte, o tamanho dessa participação no nosso fundo.

Já a Cemar é um caso mais simples, mas também fascinante. Após investirmos em Equatorial, especialmente pelo excelente trabalho que eles fizeram na Cemar (e continuam fazendo), começamos a encontrar algumas ações no mercado que estavam MUITO mal precificadas. E não era difícil ver essa má precificação. Podia ser no absoluto, como gostamos (ao avaliar a empresa), ou até mesmo no relativo: bastava observar como a Equatorial era (e é)

precificada pelo mercado para ver o enorme “desconto” com o qual a sua subsidiária naquele momento estava sendo negociada. Isso ocorre, majoritariamente, pela Cemar ser uma ação com baixíssima liquidez. Com isso, apenas para um fundo que seja ao redor do nosso tamanho, um investimento nessa empresa faz sentido para ser relevante. Isso não é normal no Brasil. Dificilmente encontramos empresas pequenas que sejam muito boas na nossa bolsa. Não está na cultura do nosso país financiar o estágio de crescimento mais acelerado das empresas no mercado de ações. Claro que, uma ação com liquidez muito baixa tem seus riscos, mas pela natureza segura do negócio, acreditamos que justamente a Cemar seja o maior diferencial do nosso fundo ao final de 2017. Itaúsa e Equatorial diversos outros fundos têm (talvez não nessa proporção), mas Cemar é um investimento mais único (e circunstancial) da Nebraska. Por fim, tomamos extremo cuidado ao negociar as ações, para nunca alterarmos o preço de forma relevante, dada a baixa liquidez. Temos políticas muito rígidas nesse aspecto.

c) Alta confiança em altos retornos ao longo do tempo:

Esse fator está ligado ao primeiro, o de conhecermos bem esses negócios. Mas ressaltamos aqui um aspecto ligeiramente diferente: o retorno econômico desses negócios tem tido uma variabilidade relativamente pequena. E, tão importante quanto, até agora com retornos muito altos. Aqui vale uma ressalva: na verdade, o que realmente importa é que as características econômicas que levam essas empresas a terem altos retornos (no longo prazo) sejam relativamente estáveis; ou seja, elas não irão se tornar negócios muito piores (nem muito melhores) do dia para a noite porque, por exemplo, os juros caíram, o Dólar subiu ou a China aumentou a produção de aço. Como vimos na prática, prever esse tipo de variável é muito difícil no curto prazo, e quase impossível no longo. Não gostamos de estarmos sujeitos a elas.

No caso de Cemar e Equatorial isso é mais fácil de entender, pois seus retornos são regulados por contratos de concessão. Eles podem ser previstos mais facilmente por serem “contratados” através de parâmetros pré-estabelecidos. Como na Equatorial temos gestores que diversas vezes já demonstraram que estão buscando apenas novos investimentos com grandes retornos (que são raros), a confiança que temos nessas estimativas é muito alta, e os resultados até aqui confirmam isso.

Já o Itaú é diferente. Seu retorno não é regulado, e é dado pelas forças competitivas de mercado. No entanto, pelo ambiente competitivo, uma boa gestão e pela forma como seus produtos são precificados, o que temos visto na prática é um retorno com baixa variabilidade, e até agora bem alto. Abaixo, apresentamos uma tabela com alguns dados do Itaú desde 2011:

ANO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PL	71.347	74.220	81.024	95.848	106.462	115.590	126.924
Lucro Recorrente	14.641	14.043	15.836	20.619	23.832	22.150	24.879
ROE (%)	22,3%	19,4%	20,9%	24,0%	23,9%	20,3%	21,8%

PL = Patrimônio Líquido; ROE = Retorno sobre o PL; PL e Lucro em R\$ milhões.

A tabela acima mostra que, nos últimos sete anos, o acionista do Itaú teve retornos sobre o seu capital que variaram de 19,4% a 24,0%. Isso em um momento da economia bem difícil e com perdas de créditos bastante altas, especialmente na carteira de grandes empresas em 2015 e 2016. Como na Nebraska não fazemos “modelos” de empresas, nós não precisamos acertar o lucro com precisão para saber que ele será bom. Com isso, estamos sempre aptos a

explorar eventuais “decepções” com resultados de curto prazo do banco, que são absolutamente normais pela natureza do negócio.

Isso não significa que negócios bons não possam passar por momentos ruins. Mas isso não nos assusta, caso o valor econômico, ou intrínseco do futuro, continue preservado. Desde 2015 escrevemos alguns outros relatórios que chamamos de “Relatórios de Investimentos” (<http://www.nebraskacapital.com.br/relatorios-anuais-nebraska-capital.html>) onde explicamos com maior profundidade nossos investimentos. Em alguns deles, durante o período recente de maiores incertezas na nossa economia, escrevemos sobre o Itaú e o quanto seus resultados poderiam sofrer no curto prazo com perdas de crédito. Mesmo assim, tínhamos convicção de que, se isso ocorresse (acabou por ser um problema relativamente grande, mas bem menor do que o temido), o banco teria capacidade para absorver essas perdas, ainda dar um retorno ao menos aceitável e, mais importante, sairia desse momento MUITO mais forte competitivamente, especialmente comparando-o com seus concorrentes estatais.

Essa alta confiabilidade na sustentabilidade do retorno dos negócios no longo prazo é mais um fator que nos levou à concentração nas nossas três maiores empresas. Se estivéssemos investindo em negócios cujos retornos dependessem de fatores imprevisíveis ou que podem mudar em coisa de poucos anos, certamente não teríamos participações tão relevantes como essas que temos nessas empresas por tanto tempo.

d) Não vendermos:

Com o tempo, aprendemos que vender negócios muito bons, normalmente é uma má decisão. Como já explicado acima, na parte que fala sobre a estabilidade da carteira, o fato de não termos vendido nossas melhores empresas também contribuiu para que chegássemos na posição atual.

e) Pensamento mais empresarial e menos “mercado financeiro”:

Como temos escrito em nossas cartas, cada vez mais vemos valor em pensar nas nossas empresas como negócios, e cada vez menos (ou nada) como “ações”. Bons empresários precisam investir seu tempo e dinheiro em entender e melhorar seus negócios, compreendendo os riscos a que estão submetidos. O nosso caso é o mesmo: investimos nosso tempo e dinheiro (custos) em aprender sobre negócios, cada dia um pouco mais. E não investimos tempo e dinheiro tentando prever o que vai acontecer com o mercado de ações, ou qualquer outro mercado financeiro. Assim, não temos discussões do tipo: “que tamanho essa posição deve ser no nosso portfólio”. Essa discussão somente entra em cena quando vamos comprar alguma ação, especialmente alguma que seja nova e ainda não conhecemos tão bem. Depois, nos concentramos naquilo que acreditamos saber fazer: acompanhar as empresas e testar as nossas teses para ver se elas estão certas ou não, e não gastamos nosso tempo pensando no mercado, como ele vai reagir a um resultado, ou outras questões de curto prazo. Deixamos a natureza agir, pois sabemos que, se estivermos certos, ela agirá muito a nosso favor. E concentraremos investimentos apenas em casos que conhecemos muito bem, há bastante tempo.

Considerações Finais

Esperamos ter ajudado a esclarecer um pouco melhor sobre nosso trabalho e como pensamos e agimos ao cuidar dos seus (e dos nossos) recursos. Qualquer dúvida, estamos à

disposição para esclarecer pessoalmente, ou na nossa reunião anual, que será dia 23 de março pela manhã no auditório do FK.

Como de costume, estaremos em Omaha dia cinco de maio para a reunião anual da Berkshire. Será o nono ano seguido que faremos nossa “romaria”. Quem tiver interesse em nos acompanhar, basta nos contatar.

Agradecemos a confiança depositada e esperamos vê-los pessoalmente dia 23 de março.

Nebraska Capital