

Março de 2019

| %                     | NEBRASKA<br>CAPITAL FIA | CDI            | IBOV          | NBKA-CDI      | NBKA-<br>IBOV |
|-----------------------|-------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 2011*                 | 8.30%                   | 3.83%          | 718%          | 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%        |
| 2018                  | 17.65%                  | 6.42%          | 15.03%        | 11.22%        | 2.61%         |
| <b>Desde o início</b> | <b>117.99%</b>          | <b>104.51%</b> | <b>65.97%</b> | <b>13.49%</b> | <b>52.02%</b> |
| <b>Anualizado</b>     | <b>11.18%</b>           | <b>10.21%</b>  | <b>7.13%</b>  | <b>0.96%</b>  | <b>4.05%</b>  |

\*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.

Oscilações anuais nos valores de mercado de empresas, normalmente não são bons indicadores de avaliação de performance, como temos comentado desde o nosso início. No longo prazo, o desempenho da empresa comanda o seu valor, e é nisso que focamos. Assim, não damos muita importância para o resultado anual do fundo. Conforme ressaltamos nas nossas últimas duas cartas, acreditamos que nosso resultado acumulado já esteja chegando num nível bom, e que deverá passar para um muito bom nos próximos anos, mesmo que o otimismo com ações que temos visto nos últimos três, arrefeça.

| <b>EMPRESA</b>         | <b>CARTEIRA (%)</b> |
|------------------------|---------------------|
| Cemar                  | 31.4%               |
| Itaúsa                 | 21.8%               |
| Equatorial             | 13.6%               |
| Charter Communications | 3.7%                |
| DaVita Inc             | 3.7%                |
| Signature Bank         | 3.6%                |
| TOTVS                  | 3.2%                |
| Outros Brasil          | 2.7%                |
| Outros USA             | 7.3%                |
| <b>Subtotal</b>        | <b>91.0%</b>        |
| <b>Caixa e Equiv.</b>  | <b>9.0%</b>         |
| <b>TOTAL</b>           | <b>100.0%</b>       |

## Carteira de Investimentos em 31/12/2018

Destacamos dois pontos principais em relação ao nosso portfólio ao final de 2018: o primeiro é que os nossos três maiores investimentos continuam os mesmos, e o segundo é o crescimento do investimento em empresas americanas.

Sobre o primeiro ponto, escrevemos nas nossas cartas de 2016 e 2017:

*“Pretendemos ter esses investimentos por muito tempo ainda (em qual proporção as circunstâncias vão determinar).” (2016)*

*“Estudamos essas empresas há muitos anos, e acreditamos que apenas em situações excepcionais venderemos partes relevantes dessas nossas participações...” “...uma das situações excepcionais 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”. (2017)*

Ambas as previsões se provam corretas por ora: ainda temos bastante do fundo alocado em Itaú, Cemar e Equatorial (66,8% ao final do ano), mas um bocado a menos do que ao final de 2017 (79,3%). Toda essa diferença veio da troca de um pedaço relevante do investimento em Itaú por empresas americanas. Não diminuimos nem um pouco nosso apreço pelo Itaú; apenas acreditamos que a subida da sua ação, casada com a identificação de boas novas oportunidades, fez a troca de um pedaço fazer sentido. Ainda é uma posição muito relevante no fundo, e que deve continuar ajudando nosso resultado de longo prazo.

Sobre o segundo ponto, também escrevemos nas últimas cartas:

*“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.” (2015)*

Tínhamos 18,3% do portfólio investido em empresas americanas no final de 2018. No entanto, ao contrário das nossas principais empresas, são posições individualmente pequenas (9 ações), pois o grau de confiança do nosso julgamento nessas empresas é menor do que nos três principais investimentos. Ainda, vale ressaltar que nossos maiores investimentos nos USA (Charter, Davita e Signature), já estavam na carteira ao final de 2017. Aos poucos, devemos ter mais investimentos por lá, pois temos encontrado empresas muito interessantes nos nossos estudos. E, com o tempo, nosso julgamento melhora e a nossa confiança aumenta. Experiência faz uma boa diferença no nosso jogo.

Temos convicção de que essa flexibilidade de investir tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos vai se mostrar muito benéfica (já está sendo, como apresentaremos no nosso encontro anual). Como não temos a obrigação de estarmos 100% alocados em nenhum dos dois locais, podemos usar eventuais deslocamentos de preços entre os mercados para aumentar nossos retornos. Apesar de que, desde que começamos a fazer esses investimentos (2015), tanto a bolsa do Brasil quanto a dos Estados Unidos tenham subido bastante, movimentos pontuais e setoriais no mercado americano nos deram possibilidades de encontrar boas empresas a preços atrativos.

Por fim, não custa lembrar que não corremos risco de câmbio nos nossos investimentos americanos. Sempre vendemos Dólar no mercado futuro na mesma proporção dos investimentos, “trazendo-os para Reais”, o que ajuda na rentabilidade contra o CDI.

Dito tudo isso sobre os investimentos nos Estados Unidos, nos mantemos muito focados tanto nos nossos três maiores investimentos no Brasil, quanto em buscar outras empresas brasileiras que possam se juntar a este restrito grupo. Afinal, acreditamos que nossas capacidades e diferenciais são mais desenvolvidos por aqui, pelo conhecimento geral acumulado.

## Novidades 2019

Começamos a dar assistência na gestão de recursos de terceiros em maio de 2009, ainda como uma consultoria financeira. Assim, estamos completando nossos primeiros 10 anos de existência. Chegamos a essa década maduros e com bastante confiança no nosso futuro. E, para marcar esse momento, temos algumas novidades.

A primeira delas vai trazer alegria e tristeza ao mesmo tempo a quem estiver lendo esta carta: nossas cartas serão muito mais curtas daqui em diante (alegria). Mas teremos comunicações mais frequentes (vem a tristeza); trimestralmente os atualizaremos sobre nosso trabalho. Ainda, em cada uma das nossas cartas, apresentaremos duas empresas que acompanhamos, como no final desse texto. Ressaltamos aqui que estaremos apenas **apresentando** as empresas, independente de elas estarem ou não no nosso portfólio.

Outra novidade é que estamos em endereço novo, no prédio JBZ, na Carlos Gomes. Foi um investimento importante que demonstra nossa confiança no futuro do negócio. Nosso encontro anual será no belo auditório do novo prédio.

Por falar em encontro anual, o desse ano terá um formato um pouco diferente. Além da exposição que fazemos sobre nosso trabalho, teremos um convidado especial: o CFO da Equatorial Energia e Membro do Conselho da Cemar (que é controlada pela Equatorial), Eduardo Haiama. Além de termos muito do nosso fundo investido nessas duas empresas, ressaltamos a relevância da Equatorial no mercado de energia do Brasil. É uma história bastante conhecida no mercado financeiro, mas não tanto no mundo empresarial, e que vale a pena ouvir, pois envolve muitos princípios de gestão – tanto financeira, quanto operacional e estratégica. Ainda, a Equatorial teve muitas novidades em 2018, sobre as quais escreveremos um Relatório de Investimentos em breve.

Excepcionalmente, convidaremos alguns outros empresários relevantes (além de todos os nossos acionistas, evidentemente) para estarem presentes. Agende-se para o dia 27 de maio pela manhã no JBZ. Convites serão enviados em breve.

Por fim, estamos alterando a regra de resgate do fundo, que passa de janelas semestrais para trimestrais. Quem eventualmente pedir resgate num trimestre, receberá seu recurso no final do seguinte. Ouvimos o pedido de alguns clientes e prospects, e acreditamos que essa mudança não trará prejuízo para os cotistas que continuam conosco.

Apesar de algumas novidades, o principal da Nebraska não muda: nosso processo de investimentos está estável há bastante tempo (claro que sempre evoluímos incrementalmente) e nossos princípios, em especial, são os mesmos desde o início da nossa história: taxa de administração baixa e que cai conforme crescemos; taxa de performance sobre o CDI, com linha d'água; obrigatoriedade dos sócios da Nebraska investirem ao menos 70% dessa performance no mesmo portfólio dos clientes, sem possibilidade de resgate; e proibição de outros investimentos aos sócios da gestora (exceto renda fixa de curto prazo para eventuais emergências). Esses princípios nos alinham de forma única com nossos cotistas, e garantem que não perderemos o foco.

Ao finalizar, gostaríamos de destacar a aposentadoria de um grande executivo. Normalmente ressaltamos quão poucas opções de belas empresas (que chamamos de “completas”) temos no mercado brasileiro. E, apesar de nunca termos investido nela (não entendemos da dinâmica competitiva de longo prazo desse setor), a Renner é uma dessas poucas. José Galló deixará o comando do dia a dia da Renner em abril desse ano. Quem o conhece, e também a história da Renner, sabe que o sucesso não foi por acaso. Foi fruto de muito estudo, dedicação e busca por melhoria contínua. Como se isso não bastasse, Galló está ainda envolvido nos Conselhos da Localiza e do Itaú, outras duas das poucas empresas desse time (completas) no Brasil. Se alguém investiu em ações dessas três empresas nos últimos 13 anos (quando a Localiza fez seu IPO e a Renner se transformou em Corporation), teve retorno acima de 25% ao ano. Monitorar em qual Conselho Galló estará envolvido a partir de agora deverá ser um ótimo meio para encontrar bons investimentos.

**Agradecemos a confiança, e esperamos vê-los no dia 27 de maio.**

**Nebraska Capital**

Fundada em 1973 (com seis fuscas usados), a Localiza abriu seu capital na bolsa em 2005. Salim Mattar e seu irmão Eugênio, juntamente com Antônio Resende e seu irmão Flávio controlam 23,6% das ações em circulação. A empresa segue sendo gerida por um Mattar, Eugênio, que sucedeu seu irmão em 2013. Muitos tentaram construir grandes e rentáveis empresas de locação de carros no Brasil, mas a visão de longo prazo e execução incansável levou a Localiza ao posto de líder inquestionável deste setor.

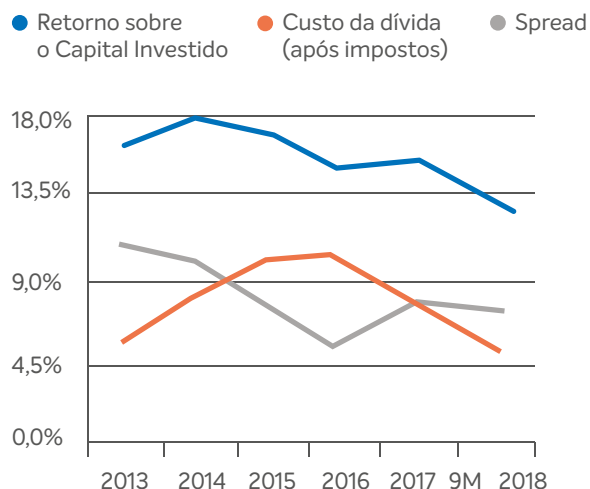
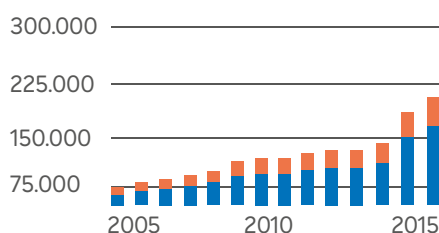
A Localiza opera duas divisões: Aluguel de carros (diárias e períodos curtos atendendo pessoas físicas, empresas em geral e seguradoras), e Gestão de frotas (contratos de alguns anos com empresas). Seus concorrentes têm o mesmo perfil, dado que há claras sinergias entre as operações, especialmente em função de relevantes ganhos de escala ao negociar a compra de carros novos, efetuar a manutenção da frota, contratar dívida mais barata, e otimizar o uso dos ativos. A empresa ainda opera uma rede de loja de seminovos.

Aluguel de carros é um negócio muito intensivo em capital e competitivo; ao redor do mundo são raros os casos de empresas com rentabilidade diferenciada e sustentável nesse setor. A Localiza é uma dessas exceções, tendo operado com um ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) entre 20% e 30% nos últimos dez anos. Com quase duas vezes mais veículos que o segundo maior competidor (2,5x se olharmos apenas o segmento de Aluguel), a Localiza se beneficia dos ganhos de escala acima descritos em uma dimensão superior, além de manter uma execução operacional ímpar. Por fim, vale notar o expressivo crescimento nos últimos anos, durante a recessão que assombrou a economia brasileira; isso se deu por ganhos de participação de mercado e pela expansão do mercado endereçável com preços mais baixos por conta da redução do custo de capital e maior giro dos ativos. O crescimento que se vê no gráfico abaixo foi todo orgânico, com exceção de cerca de nove mil carros oriundos da aquisição das operações brasileiras da Hertz em 2017.

## Quantidade de carros

● Gestão de frotas ● Aluguel de carros

CAGR 2005-set18: 15% - CAGR 2005-2016: 10%



Sediado em Nova York, o Signature é um banco comercial com \$47,3 bilhões em ativos no final de 2018. Com um investimento de Venture Capital do banco israelense Hapoalim, o Signature foi fundado em 2001 por um time de bankers que deixaram o Republic Bank quando este foi vendido ao HSBC. Esse time, liderado por Joseph D. DePaolo, adotou uma estratégia muito peculiar e disciplinada: o banco seria focado em atrair depósitos de clientes comerciais, através de um balanço patrimonial sólido, de uma estrutura de custos baixos (sem rede de agências físicas, por exemplo), e da atração de banqueiros experientes que já possuísem relacionamentos com clientes, transformando-os em um único ponto de contato para todas as necessidades desses clientes. Tudo isso reforçando o princípio de que a parte mais valiosa de um banco está no “lado direito” do seu balanço patrimonial: os depósitos.

Em 2004, o Signature fez o seu IPO, e desde então vem tendo resultados sólidos, inclusive passando pela crise financeira de 2008 sem problemas. Nesse momento, está expandindo sua atuação para a costa Oeste dos USA, com a abertura de uma sede em São Francisco. O mercado bancário americano tem algumas semelhanças, mas também muitas diferenças para o mercado brasileiro. Uma grande semelhança é que o investimento em tecnologia para atender os clientes é muito grande e constante. Assim, os maiores bancos de varejo estão cada vez mais dominando o sub-setor de varejo bancário (pessoas físicas). No entanto, suas enormes estruturas burocráticas (por causa dos seus tamanhos e também em função da regulação que ficou bastante pesada para os bancos grandes depois da crise financeira), fazem com que seja mais difícil para esses bancos atenderem bem as empresas, especialmente as médias e locais, que demandam atendimento personalizado. Esse cenário casa bem com a estratégia do Signature de atrair banqueiros insatisfeitos nas grandes instituições.

Com foco no “lado direito” do balanço, o “lado esquerdo” (ativos), precisa ser bastante conservador, para não arriscar o capital da instituição. E assim tem sido ao longo do tempo, com a exceção de um portfólio de “placas” de táxi em Nova York e Chicago, que perdeu muito valor após a popularização dos aplicativos de motoristas (Uber em especial). Esse problema já foi superado (e não era grande a ponto de ameaçar o capital – apenas a rentabilidade por um período), e o banco segue seu crescimento bem acima da média do setor, com uma trajetória conservadora, que leva a um ROE não muito alto, mas satisfatório. Ressaltamos que o crescimento de depósitos mostrado abaixo foi todo orgânico.

