



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

---

## **CARTA JBI FOCUS #16**

Janeiro 2015

## 2014: UM ANO ATÍPICO?

*"We probably are trying too hard at what we do. More than that, no matter how hard we try, we may not be as important to the results as we'd like to think we are. But I also hope to persuade you that that's not all bad."*

Dean Willians, Trying Too Hard, Keynote Speech Financial Analysts Federation Seminar, 1981 - alerting to the risks of getting bogged down in the analysis of too many variables.

Encerramos o ano de 2014 com um retorno de -20,8% no fundo. Esse foi um ano particularmente difícil em que, em retrospecto, interpretamos de maneira equivocada alguns sinais. Paradoxalmente, foi também um ano em que um aspecto fundamental de nossa filosofia se provou correto: não investir em empresas estatais. Obviamente ficamos bastante decepcionados com esse tipo de resultado. Vemos essa como uma oportunidade para reavaliar o que não funcionou e reiterar os principais pontos de nossa filosofia.

1. Apesar das comparações frequentes, não seguimos nenhum índice de ações como parâmetro para montagem de nossas posições. Não acreditamos que o tamanho das empresas em mercado seja um indicador relevante da qualidade do negócio ou da gestão. Inclusive várias empresas que fazem parte dos diferentes índices não passam em nosso crivo de governança. Ou seja, são sumariamente retiradas de nosso universo por não respeitarem critérios mínimos de ética e defesa dos minoritários. Procuramos, isso sim, diversificar os fatores de risco que influenciam cada empresa, considerando suas características próprias e não em relação a qualquer índice.

2. Nossa estratégia depende, em boa medida, de dois fatores: independência da análise e paciência. O preço das ações tende a variar em torno do valor intrínseco das empresas (baseado em fundamentos), sendo que alguns fatores de curto prazo e puramente especulativos podem afetar essa relação de forma significativa, fazendo com que esse descolamento só diminua com o passar do tempo. Assim, para gerar retornos acima da média, temos que focar nos fundamentos de longo prazo das empresas, buscando aproveitar pontualmente as oportunidades oferecidas pelo mercado, e ter paciência para esperar que o preço das ações se aproxime do valor que consideramos justo.
3. Vemos o risco como a possibilidade de perda permanente de capital. Procuramos comprar empresas que tenham vantagens comparativas, bem administradas, a preços com desconto em relação ao que consideramos seu valor baseado nos fundamentos. Nosso objetivo é gerar retornos absolutos em períodos longos de tempo, minimizando o risco de perda permanente de capital.
4. A boa governança é a base de todas nossas decisões. Rejeitamos empresas que não se preocupam em respeitar condutas minimamente éticas. Ao alocarmos o capital de nossos investidores em uma certa empresa, além da busca do retorno, estamos

também de certa forma apoiando a forma como seus controladores, administradores e funcionários conduzem os negócios. Não trocamos potencial retorno por governança, ou seja, não importa o retorno esperado de um investimento se a empresa não segue parâmetros satisfatórios de governança e ética.

O ano foi dominado por fatores de curto prazo e uma deterioração contínua do cenário macroeconômico. Reações extremas a eventos locais como eleições e escândalos de corrupção na Petrobras, tomaram e tomam conta do noticiário, aumentando o teor especulativo do mercado. Como investidores de valor com objetivos de longo prazo, não podemos nos deixar influenciar por esse tipo de cenário, apesar da decepção (esperamos que temporária) com os retornos. Em nossa opinião as performances atuais não refletem o potencial de valor das empresas investidas. E, inclusive, a experiência mostra que são nesses momentos em que a volatilidade e a especulação de curto prazo dominam, que os investidores com visão de longo prazo e focados nas características das empresas encontram as melhores oportunidades de gerar retornos acima da média.

De qualquer forma, o fato de termos tido um ano tão ruim não significa que devemos simplesmente atribuir esse resultado à irracionalidade do mercado. Essa é uma variável que está sempre presente em nosso meio. É igualmente importante reavaliar as decisões tomadas ao longo do ano para termos pleno entendimento daquilo que não ocorreu como esperávamos e, sobretudo, do porquê desse descasamento de expectativas.

Quando montamos nossa carteira, selecionamos nossas melhores ideias, atribuindo diferentes pesos

para cada papel em função não só do nosso nível de conforto, mas também da diversificação de fatores de risco que determinado investimento proporciona. Nesse sentido, embora tenhamos limites de concentração que podem ser considerados elevados (20% por papel e 40% por setor), raramente estivemos próximos deles. Vale ressaltar que a diversificação setorial não necessariamente implica em diversificação de risco, dado que empresas de setores aparentemente distintos, como por exemplo imobiliário e aço, em momentos de crise podem caminhar, e de fato caminham, juntas.

Por mais que essa seja uma preocupação constante na montagem da carteira, a magnitude dos eventos de 2014 impediu que esse fosse um mecanismo efetivo de diluição de riscos. Olhando para trás, percebemos que o que nos parecia uma exposição razoável ao segmento de infraestrutura e construção, se mostrou exagerada em um contexto de retração econômica, agravado por denúncias de corrupção afetando as principais empreiteiras do país. Como investidores *bottom up*, deixamos para as próprias empresas que investimos a tarefa de reagir e se adaptar ao cenário macroeconômico. Não fazemos qualquer projeção a respeito dessas variáveis, mas buscamos entender como cada companhia reage a mudanças de conjuntura. Porém, não basta investir nas melhores empresas se todas sofrem ou sofrerão da mesma maneira em momentos de turbulência.

Mills foi nosso investimento mais afetado pela conjuntura político-econômica em 2014, tendo sido responsável por cerca de 40% da performance negativa do fundo. Por isso, acreditamos ser necessário compartilhar nossa visão sobre o que provocou essa queda tão rápida e tão forte do papel e,

sobretudo, quais são nossas perspectivas para a empresa no médio e longo prazo.

A companhia apresentou resultados fracos na primeira metade do ano, com a redução de ROIC inicialmente causada por uma grande concentração de término de obras na divisão de Infraestrutura que levou a uma forte desmobilização de equipamentos. Em Edificações, o cenário também não era favorável, mas apresentava algum crescimento com recuperação de margens e ROIC. Rental permanecia como a divisão menos afetada.

Naquele momento, os números não nos surpreenderam e vimos a queda de quase 40% em relação ao preço do início do ano como uma boa oportunidade para aumentar nossa alocação de 6% para 8%. Entretanto, no 3T14, os resultados vieram mais fracos do que esperávamos, mostrando que a indefinição eleitoral havia postergado o início de várias obras de infraestrutura e que a estagnação econômica teve um forte impacto em Edificações com redução significativa no lançamento de novos projetos. Além disso, provisões extraordinárias e um aumento da inadimplência em todas as divisões também afetaram o desempenho no trimestre. O mercado imediatamente penalizou o papel que caiu 35% só em novembro.

Para completar o cenário de “tempestade perfeita”, a Operação Lava-Jato está causando, como um efeito colateral das investigações, uma potencial paralisação nas principais construtoras do país – todas clientes da Mills – e uma grande incerteza não só sobre a retomada das obras de infraestrutura mas também sobre o nível de inadimplência que veremos nos próximos trimestres.

Temos conversado continuamente com a companhia (CEO, diretores e principais acionistas) para entender não só os impactos dessa estagnação, mas

principalmente como a administração está reagindo a esse cenário. É importante frisar que a empresa tem uma grande flexibilidade em relação ao seu planejamento de CAPEX e espera reduzi-lo a níveis mínimos em 2015 (talvez abaixo de R\$ 60Mi comparados a uma média de R\$ 340Mi nos últimos 5 anos). Além disso, uma série de medidas para racionalizar o uso dos equipamentos entre Infraestrutura e Edificações já está sendo adotada, o que deve resultar em uma maior geração de caixa nos próximos trimestres. Em relação à Lava-Jato, menos de 15% da receita total da Mills está exposta direta ou indiretamente às construtoras envolvidas. Já a exposição ao setor de Óleo & Gás não chega a 5% do faturamento. Em resposta à desvalorização das ações, um programa de recompra de ações totalizando cerca de 5% do capital total foi anunciado.

Lembramos que parte significativa da remuneração da diretoria está ligada ao resultado operacional e ao desempenho de suas ações. A remuneração variável é calculada com base na metodologia do EVA (*economic value added*) – esse ano não receberão nenhum bônus – e grande parte das suas *stock options* estão completamente *out of the money* (com *strike price* próximo de R\$26/ação).

O cenário de curto prazo é ainda de incertezas e o maior desafio da empresa será gerenciar o nível de inadimplência até os investimentos em infraestrutura serem retomados. A companhia está preparada para isso: tem uma situação de alavancagem confortável (1,5x dívida líquida/EBITDA e 6,3x de cobertura de juros medido pelo EBITDA/despesa de juros) e geração de caixa positiva.

Acreditamos que os fundamentos de longo prazo que nos levaram a investir na empresa desde o seu IPO permanecem:

- Na divisão de Infraestrutura, apesar do ajuste fiscal em andamento e dos desdobramentos da Lava-Jato, acreditamos que obras nesse segmento seguirão como prioridade. Projeções do BNDES apontam para investimentos de R\$1,7 trilhão no período 2014-2017, um aumento de 32% em relação ao montante investido de 2009 a 2012. Ainda que parte desses investimentos não se concretize, são valores significativos. A Mills é líder de mercado no setor e possui hoje um *backlog* de contratos 1,5x maior do que no ano passado.
- Em Edificações, o país ainda possui um déficit habitacional de cerca de 5 milhões de habitações, enquanto o financiamento imobiliário representa 10% do PIB, um nível ainda baixo se comparado a outras economias emergentes. Já o endividamento das famílias continua estável em 22%. Findo o período de vendas de estoques pelas construtoras, Mills continua bem posicionada para a retomada do ciclo não só pelo estreito relacionamento com as principais construtoras (listadas e não-listadas) mas também por seu *expertise* de engenharia de infraestrutura – importante em um setor aonde o maior desafio é a falta de mão de obra qualificada e a solução é uma maior industrialização dos processos. Além disso, a companhia pretende expandir sua área de atuação para mercados ainda não explorados, tais como industrial leve e saneamento.
- Em Rental, a utilização de plataformas aéreas ainda é muito baixa no Brasil e o uso desses equipamentos tende a aumentar, dado o

potencial de crescimento do mercado (apenas 15% de penetração no Brasil comparado ao 50% nos EUA, 60% no Japão e 80% na Inglaterra, por exemplo). A Mills é líder também nesse segmento.

A ação atualmente está negociando em seu mínimo histórico, abaixo dos níveis do IPO em 2010, apesar de desde então ter dobrado seu faturamento e mais que dobrado seu EBITDA. Para nós, um desconto excessivo que considera um cenário de parada total nos investimentos, o que não nos parece razoável. A empresa sofre por expectativas de curto prazo mas considerando sua liderança, gestão e capacidade financeira, pode recuperar ROIC, gerando fluxo razoável de caixa com controle de CAPEX e inadimplência.

Finalmente, o cenário de volatilidade também nos permitiu acrescentar novas posições à carteira, todas elas empresas que já estavam há tempos em nosso radar, com o objetivo de obter uma maior diversificação em um momento de maior incerteza da condução da política econômica e também do cenário externo. Com isso, terminamos o ano com posição de caixa em 11,2% e um total de 20 empresas investidas.

Voltando a nossa citação inicial, buscamos evitar a todo custo a armadilha de nos esforçarmos demais naquilo que fazemos e perder o foco na eficiência. A análise de uma empresa deve ser clara e objetiva. Não nos interessa produzir a melhor projeção, o importante como dissemos é compreender os riscos de cada investimento e sobretudo como cada um se adapta a diferentes cenários. Aproveitar as oportunidades que surgem em momentos especulativos também nos permite assegurar uma margem de segurança na compra de cada um desses ativos, essa sim nossa maior proteção contra a imprevisibilidade.

No mais, gostaríamos de encerrar com uma citação de Benjamin Graham, para muitos o criador do conceito de *value investing*:

*"In the short run, the market is a voting machine but in the long run it is a weighing machine."*

Ou seja, no curto prazo o mercado apenas diferencia entre empresas populares e impopulares, como numa

eleição. Mas no longo prazo se transforma em uma balança, permitindo identificar aquelas que realmente são 'de peso'. A mensagem é clara: no longo prazo o que importa é a performance operacional e a qualidade da gestão da companhia e não a opinião instável dos agentes de mercado sobre suas perspectivas em um curto horizonte de tempo.

## DISCLAIMER

\*As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. \*A JBI não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. \*Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. \*Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza sujeita as flutuações de preços/ cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. \*A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura \* Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. \*Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. \* Nos fundos geridos pela JBI a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. \*Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. \*Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela JBI, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. \*A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. \*Os indicadores Ibovespa e IGC são meras referências econômicas, e não meta ou parâmetro de performance do Fundo. Para mais informações sobre os índices acesse: <http://www.bmfbovespa.com.br/>