

Maio de 2016

O Amazônia FIA teve um desempenho de -0,7% em maio. Acumulamos uma alta de +4,0% em 2016, enquanto o Ibovespa teve um desempenho positivo de +11,8% no mesmo período.

Nesta carta falaremos rapidamente sobre duas abordagens diferentes ao investir em ações: o *pricing* e o *valuation*.

O *pricing* é o modo como os corretores de imóveis determinam o preço de um apartamento. O corretor observa as últimas transações ocorridas na região, utiliza o valor em reais por m² e ajusta o preço do apartamento por itens específicos, como número de vagas de garagem, estado de conservação e assim por diante. Nesta abordagem, acha-se um preço baseado no que o mercado está ou estaria disposto a pagar pelo ativo.

Ao avaliar um ativo com base no *pricing*, aceita-se dar preço ou atribuir valor a aspectos muitas vezes abstratos. O mercado de *startups* de tecnologia está cheio de exemplos de empresas bilionárias que nunca “emitiram uma Nota Fiscal” e que estão a quilômetros de gerar algum lucro a seus acionistas. O valor enxergado nessas empresas está baseado em métricas como: número de usuários, *pageviews*, fluxo de visitantes etc. Ao ter pouco material tangível em mãos (a não ser a expectativa de que o abstrato se torne concreto no futuro), o investidor aposta as suas fichas na possibilidade de encontrar um próximo agente com apetite ainda maior por aquela história e, assim, poderá liquidar seu investimento com um bom lucro. Esse jogo é extremamente arriscado e depende, geralmente, de um *bigger fool*¹.

Por outro lado, no *valuation*, o investidor estima o valor justo ou intrínseco de determinada empresa pelos ativos e resultados dela mesma, ou seja, sem levar em consideração o preço que o mercado está disposto a pagar. O investidor busca responder da melhor forma possível algumas perguntas fundamentais para encontrar um valor justo para a ação. Caso as ações estejam sendo negociadas a um preço inferior ao encontrado no exercício de *valuation*, o investidor compra a ação e espera o mercado convergir para este valor.

Um dos pontos principais de divergência entre as duas abordagens é o tempo que o investidor está disposto a esperar para auferir o retorno. Se o horizonte do investidor é de curto prazo, não adianta achar o valor justo da empresa, pois muitas vezes o preço negociado na Bolsa demorará a convergir com ele. Entretanto, se o investidor tiver tempo suficiente para esperar, parece-nos que o retorno da abordagem que lida com aspectos mais “concretos” vem acompanhado de menos incertezas.

Em uma palestra no início de 2015, Aswath Damodaran² defendeu que o processo de *valuation* é muito simples e que são os profissionais do mercado que escolhem deixá-lo complicado. Damodaran resumiu o processo em quatro perguntas fundamentais:

- i) qual é o fluxo de caixa que a empresa está gerando sobre os ativos existentes atualmente?
- ii) qual é o valor que a empresa pretende criar com o crescimento e os investimentos futuros?
- iii) quão arriscado são esses fluxos de caixa (atuais e futuros)?
- iv) quando o negócio se tornará maduro e apresentará crescimento menor e mais estável?

O processo de se descontar um fluxo de caixa e as perguntas acima são realmente muito simples, mas respondê-las exige um enorme esforço de análise, experiência e sensatez. Talvez seja por isso que muitos tentam complicar o exercício e buscam refúgio em modelos complexos, macros, tabelas extensas, simulações, cálculos de beta e assim por diante.

Nós, via de regra, também confiamos que o tempo “resolve” quase todos os problemas da vida e, inclusive, o preço das ações. Nossa tarefa é ter uma paciência entediante para esperar pelo “longo prazo” e humildade verdadeira para identificar nossos erros e fraquezas e corrigi-los ao longo do tempo.

¹ De 2007 a 2013 muitos jogaram esse jogo com as ações da OGX. Depois de ter realizado o maior IPO da história até então, a empresa chegou a valer mais de 70 bilhões de reais na Bolsa. Apesar de nunca ter tido um fluxo de caixa positivo e sem perspectivas de isso ocorrer no curto prazo, as pessoas discorriam sobre o tamanho das reservas de petróleo, sobre o nível de excelência da administração da companhia, sobre a genialidade do fundador e diversas outras métricas que nada tem a ver com o *valuation* que conhecemos. Como sabemos, uma hora ou outra, o preço se ajusta ao valor intrínseco da empresa; e, como a OGX nunca apresentou fluxo de caixa positivo, não havia como a empresa valer alguma coisa a não ser algo próximo de zero.

² Aswath Damodaran, Professor da NYU, foi um dos pioneiros no desenvolvimento de estudos e técnicas de *valuation*.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	Fundo*									5,7%	1,8%	9,5%	3,9%	22,3%	22,3%
	Ibovespa									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	Fundo*	0,6%	3,5%	6,9%	-4,2%	0,3%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	5,8%	0,4%	-0,5%	-6,3%	-3,1%	18,5%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	Fundo	-4,0%	1,1%	7,0%	1,7%	-2,7%	-0,8%	-0,3%	4,5%	-3,9%	0,0%	-1,0%	-5,6%	-4,7%	12,9%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015	Fundo	-2,4%	4,4%	1,8%	0,5%	-5,4%	-0,7%	1,1%	-5,7%	1,3%	2,1%	0,9%	0,5%	-2,0%	10,6%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	-29,8%
2016	Fundo	-2,1%	1,1%	4,4%	1,4%	-0,7%								4,0%	15,1%
	Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%								11,8%	-21,5%

* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2016	(R\$ mi)				
Porto Seguro	8.535	950		9,0x	18%	4%	20%
Itaú	174.000	19.000		9,2x	18%	6%	16%
Linx	2.212	130		17,0x	40%	2%	14%
Daycoval	2.184	400		5,5x	15%	9%	13%
Iguatemi	4.574	300		15,2x	20%	2%	7%
Wilson Sons	2.289	337		6,8x	20%	7%	7%
Berkshire Hathaway	1.238.400	92.560		13,4x	11%	0%	6%
IBM	529.200	48.060		11,0x	72%	4%	6%
Outros							4%
Caixa							10%
Hedge							-2%
Média - Carteira				9,3x	21%	4%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				14,2x	14%	2%	

* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

** considerando recompra de ações

Um grande abraço,

Diogo e Helio