

Agosto de 2015

O Amazônia FIA teve um desempenho de -5,7% em julho. Acumulamos uma queda de -6,6% em 2015, comparado com o desempenho negativo de -6,8% do Ibovespa.

Pela primeira vez na história, o governo enviou ao Congresso uma previsão de orçamento deficitário para o ano seguinte. Pela primeira vez desde 1930, o PIB brasileiro apresentará números negativos por dois anos consecutivos. Pela primeira vez desde 1990, o setor de serviços apresentará retração no ano. Pela primeira vez desde 2003, a inflação em 12 meses superou a marca de 9,5% ao ano. Pela primeira vez desde o governo Collor, a aprovação de um governo apresenta números tão baixos. E, desde o ápice da crise financeira de 2008, a ação do Itaú nunca esteve em um nível de precificação tão baixo.

Se medirmos pelos múltiplos de preço sobre valor patrimonial (P/VP) ou preço sobre lucro (P/L), muito utilizados por analistas financeiros, o banco está precificado atualmente a 1,5x seu patrimônio líquido e 7x seu lucro anual. Apesar do Itaú estar apresentando um crescimento de lucro considerável este ano, suas ações estão caindo 15%. Motivos para o mau humor, além do próprio contexto brasileiro, não faltam: aumento de tributação, incertezas e possíveis calotes oriundos das empresas envolvidas na Operação Lava Jato, provável aumento na inadimplência na carteira de crédito como um todo, dificuldades para crescimento da carteira no curto prazo, entre outros.

Porém, da forma que entendemos, o preço da ação de uma empresa é uma derivada direta da sua capacidade de gerar lucro de forma recorrente (e não de eventos pontuais). Considerando a precificação atual das ações, uma das duas variáveis deve estar errada:

- i. Se o lucro do Itaú estiver correto e a capacidade de geração de lucro para os próximos anos permanecer mais ou menos estável, então o preço da sua ação está incorreto.
- ii. Se o lucro do Itaú estiver incorreto e a capacidade de geração de lucro para os próximos anos se deteriorar de forma significativa, então o preço da ação do banco está correto.

1

Por que acreditamos na primeira tese?

A capacidade de geração de lucro de forma recorrente do Itaú (o *earning power*) é composta por diversos aspectos, dentre eles:

- A alta capacidade de captação de recursos por meio da grande presença do banco pelo país;
- O reconhecimento da marca e da solidez do grupo financeiro, que possibilita a retenção destes recursos;
- A capacidade (através de processos e pessoas) de rentabilizar estes recursos via geração de negócios, crédito e serviços financeiros;
- A capacidade de repassar preços e custos devido à sua liderança de mercado e à baixa competição no setor;
- A competência da gestão para controlar custos e aumentar a eficiência operacional do banco, principalmente através de investimento em tecnologia;
- A capacidade de atração e retenção de talentos.

O conjunto destes e de outros aspectos compõe a capacidade de geração de valor do Itaú. Ou seja, o lucro de R\$21-22 bilhões do banco não é por acaso ou conjuntural, mas, sim, resultado de uma série de fatores que constroem uma empresa sólida, com vantagens competitivas claras, conquistadas e solidificadas ao longo de muitos e muitos anos.

Será que alguma dessas coisas mudou recentemente de forma relevante a ponto de prejudicar a capacidade de geração de lucro deste banco dos próximos 5 a 10 anos?

No final das contas, essa é a única pergunta que realmente importa. Nós o convidamos a pensar, mas a resposta, na nossa opinião, é “não”.

Recompra de Ações

A recompra de ações é um instrumento utilizado pelas empresas para adquirir suas próprias ações, aproveitando uma situação adversa de mercado e, assim, retornando dinheiro aos acionistas de forma eficiente.

Sobre este assunto, Warren Buffet escreveu: *"Charlie and I favor repurchases when two conditions are met: first, a company has ample funds to take care of the operational and liquidity needs of its business; second, its stock is selling at a material discount to the company's intrinsic business value, conservatively calculated."*, acrescentando: *"The first law of capital allocation – whether the money is slated for acquisitions or share repurchases – is that what is smart at one price is dumb at another."*

Dito isso, uma *outra* coisa que está acontecendo que não ocorria há muito tempo é que o Banco Itaú está recomprando um volume de ações como há muito não se via: nos últimos meses, foram mais de 70 milhões de ações – e tudo indica que este movimento permanecerá até o final do ano. As últimas vezes em que isso aconteceu foram, não por coincidência, no auge da crise financeira de 2008 (39 milhões de ações) e no pior momento do stress de 2011 (41 milhões de ações). Nestas últimas duas ocasiões, os resultados dos programas de recompra foram positivos (as ações recuperaram valor ao longo do tempo) e as operações geraram valor aos acionistas.

Se isso vai acontecer desta vez também é impossível saber. Na nossa opinião, a recompra atual atende a todas as condições descritas acima por Warren Buffet. De qualquer forma, é bom saber que dividimos a mesma opinião dos controladores do Itaú sobre o preço das ações, sobretudo por terem um histórico de excelência e conservadorismo em seus discursos e atitudes.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

2

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2015 (R\$ mi)					
Itaú	161.500	22.000		7,3x	23%	6%	34%
Daycoval	2.174	400		5,4x	15%	9%	14%
IBM	517.075	58.460		8,8x	72%	5%	9%
Linx	2.039	115		17,7x	40%	2%	9%
Iguatemi	3.638	300		12,1x	20%	2%	7%
Wilson Sons	2.084	278		7,5x	20%	7%	5%
M. Dias Branco	7.181	577		12,4x	25%	2%	2%
Somos Educação	3.370	200		16,9x	40%	1%	0%
Caixa							12%
Hedge							7%
Média - Carteira				7,2x	23%	5%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				14,4x	12%	3%	

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

** considerando recompra de ações

		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%					-6,6%	5,5%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%					-6,8%	-24,5%

* 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.

Um grande abraço,

Diogo e Helio