

Capital Value FIA

5 de Abril de 2012

Carta – Início do fundo

O Capital Value FIA é um fundo de ações focado em oportunidades de investimento de longo prazo. A base da estratégia está na identificação de companhias que apresentem distorção entre o seu valor justo ou real, e seus preços de negociação no mercado acionário brasileiro (*Value Investing*). O fundo tem como objetivo gerar retornos acima da taxa de juros de longo prazo e possui como *benchmark* o IGP-M acrescido de 6% ao ano. Como instrumentos adicionais, o fundo pode utilizar estratégias oportunistas e de *market timing*, além de operações com derivativos para proteção (*hedge*) em momentos de maior incerteza de cenário e volatilidade no preço das ações.

A apuração do valor justo de uma empresa está muito longe de ser uma ciência exata, portanto após a construção das teses e consequente decisão de investimento, é determinante a constante análise e acompanhamento do ambiente micro e macroeconômico, como forma de identificarmos eventos capazes de afetar as teses de investimento, assim como buscar catalisadores que possam acelerar a convergência entre o valor de mercado das empresas e seu valor justo.

Cenário

Sobre o cenário, nos prolongaremos um pouco mais nos acontecimentos e impactos da crise externa no Brasil e ativos de risco.

No quadro interno, seguimos tranquilos e entendemos que fatores estruturais como elevação da renda, crescimento da classe C e formalização do emprego na economia, além de patamares mais baixos de taxas de juros e aumento do crédito de forma mais ampla, seguirão exercendo uma inércia positiva para a continuidade do crescimento do PIB nos próximos anos. Portanto, no que se refere ao cenário interno, atentamos apenas para pontos e temas específicos capazes de influenciar e afetar diretamente nossas teses de investimento, como uma possível elevação da inflação à frente, mudanças de tendências de política monetária e utilização de instrumentos alternativos (macro-prudenciais) e políticas governamentais (regulatórias, fiscais e cambias).

Dessa maneira, é no quadro externo que temos focado nossas atenções. Observamos nesse início de 2012 uma recuperação de preços em várias classes de ativos de risco, o Ibovespa como referência supera a casa dos 64mil pontos e sobe mais de 12% no ano. Após forte volatilidade e perda de valor nas bolsas ao longo de 2011, em função da grande incerteza sobre os impactos e dimensão da crise europeia, BCE e FMI, junto de outras instituições, acabaram por entrar no jogo mais incisivamente na virada do ano, quebrando a inércia negativa que congelava qualquer iniciativa de melhora do apetite de risco por parte dos agentes econômicos.

Olhando para frente, consideramos pouco provável que não tenhamos mais quaisquer ruídos advindos da Europa ou outras partes do mundo, mesmo que problemas mais sérios tenham sido abortados pela forte e cirúrgica atuação do BCE. No âmbito da atividade econômica, o quadro na Europa e nos Estados Unidos é de recessão ou baixo crescimento. O FMI divulgou em Janeiro suas previsões de PIB, com queda de 0,5% para o PIB da Zona do Euro em 2012 e leve crescimento de 0,8% em 2013. Nos Estados Unidos as expectativas são um pouco melhores, com crescimento de 1,8% do PIB em 2012 e 2,2% em 2013.

Como resposta ao quadro externo de baixo crescimento e inflação controlada, temos observado um movimento sincronizado de queda de juros por parte dos principais bancos centrais do mundo. Com o FED dos EUA e o BCE da Europa reduzindo os juros para níveis cada vez mais baixos, diversos outros bancos centrais no mundo tem encontrado conforto para seguir essa linha de atuação, como é o caso, por exemplo, do Brasil, Canadá, Austrália e outros. Dessa maneira, acreditamos que o mundo conviverá com um período relativamente longo de excesso de liquidez. Os bancos centrais ao redor do mundo tenderão a seguir afrouxando suas políticas monetárias, o Banco Central Europeu deverá seguir inundando o mercado europeu com compras de títulos de dívidas e empréstimos aos bancos, além de possivelmente ter de atuar mais intensamente em caso de complicação da situação grega para evitar um contágio para os demais países fragilizados.

Com este ambiente de elevada liquidez, apesar de não descartarmos totalmente a possibilidade de uma crise mais aguda, trabalhamos com um cenário de elevação dos preços das principais matérias primas no mundo, aumentando a procura por ativos de maior rendimento como ações e outros ativos de risco. Nesse cenário, países emergentes como o Brasil deverão seguir como destino obrigatório para os investidores estrangeiros.

Rentabilidade

Em 2011, nos quatro meses iniciais do Capital Value FIA, o fundo apresentou uma rentabilidade de 5,01%. No primeiro trimestre de 2012, terminado em Março, o fundo se valorizou em 13,12%. No acumulado desde o início do fundo em Setembro de 2011, o Capital Value FIA apresenta uma rentabilidade de 18,79%.

Rentabilidade	Mês*	Ano	12Meses**
Capital Value FIA	1,08%	13,12%	18,79%
Ibovespa	-1,98%	13,67%	14,11%
CDI	0,08%	2,46%	6,09%
IGP-M	0,41%	0,59%	2,14%

*Março/12 ** Desde 02/09/2011

Carteira

Ao longo desses primeiros meses do fundo, alteramos a carteira gradativamente à medida que novas oportunidades surgiam. Como exemplo, liquidamos as posições em M Dias Branco e BR Properties após atingirem nossos preços-alvo em um curto espaço de tempo. Aumentamos e adquirimos participação em JSL, Idéiasnet, Mills Engenharia e Totvs, além de outras empresas. Em JSL, Idéiasnet, EcoRodovias e Mills Engenharia conseguimos aumentar a exposição do fundo após fortes quedas nos papéis e, em Totvs, nos apropriamos da oscilação nos preços para montar e desmontar a posição algumas vezes (*market timing*).

A maioria das posições que compõem o fundo hoje está exposta ao mercado interno. Contudo, devido à valorização das empresas com estas características nos últimos anos, a identificação de companhias de qualidade a preços razoáveis se torna cada vez mais desafiadora. Dessa maneira, é fundamental a constante procura e reavaliação das teses de investimento, além da manutenção de um caixa razoável, que hoje representa 20% do portfólio, para que em momentos de queda nos preços das ações, possamos comprar bons negócios a preços de empresas medíocres.

Abaixo abordamos o *case* de investimento em Grupo Technos:

Grupo Technos

O Grupo Technos é a maior empresa de relógios da América Latina e possui fortes marcas em três estilos diferentes: Clássico (marcas Technos e Seiko), Esporte (marcas Mormaii e Timex) e Fashion (marcas Euro e Mariner) e tem como foco as classes B e C. Os relógios são cada vez mais vistos como acessórios de moda e não como instrumentos funcionais, uma vez que o ato de ver a hora tem sido suprido

por aparelhos eletrônicos modernos que fazem parte do cotidiano das pessoas, como telefones celulares, *tablets* e computadores. O mercado brasileiro de relógios considerando as cinco maiores empresas do setor, que representam 97% do total do segmento, possui receitas anuais próximas de R\$ 900 milhões, valor que consideramos ainda muito baixo e com grande potencial de crescimento nos próximos anos.

A Technos vem apresentando há vários anos uma excelente e rara mistura de forte crescimento e alta rentabilidade em seus resultados. Desde 2008 o crescimento médio composto (CAGR) da receita e do *ebitda*, foram de 35% e 42%, respectivamente, ganhos muito acima da média das demais empresas de consumo do Brasil (Lojas Americanas, AmBev, Natura, Lojas Renner, Hering, Le Lis Blanc, Marisa e etc) e de suas concorrentes internacionais (Fossil, Swatch, Titan, Richemont). As métricas de rentabilidade seguem o mesmo caminho e se colocam acima da média geral, com média de Margem EBITDA entre 2008 e 2011 de 27% (com tendência de crescimento) contra próximo de 21% de todo o segmento de consumo brasileiro. Adicionamos ainda a baixa alavancagem (atualmente com caixa líquido de R\$ 70 milhões), uma gestão e conselho de administração de alta qualidade e reconhecida competência, e um agressivo programa de compensação variável ligado a metas de desempenho que alinha os interesses de funcionários, executivos e acionistas.

Acreditamos que a tendência de crescimento nesse tipo de consumo deverá prosseguir, principalmente com o aumento de renda das classes B e C. Dentro desse mercado vemos a Technos com um excelente posicionamento, com *market share* de cerca de 30%, excelentes margens operacionais e *management* de alta qualidade com forte experiência em gestão de empresas. Acreditamos que a Technos é um excelente ativo ligado ao setor de consumo na bolsa brasileira, com forte perspectiva de crescimento e com baixo risco devido à alta rentabilidade operacional. Chamamos a atenção para o modelo *asset-light* da companhia (não intensivo em capital), suas plantas são verdadeiras linhas de montagem das peças adquiridas no Japão e na China, dessa maneira maiores necessidades de incremento de produção e expansão requerem muito pouco capital, ao mesmo tempo em que a simplicidade dos equipamentos (esteiras) acaba por gerar baixas despesas com depreciação. Nos primeiros meses do fundo, iniciamos investimento na empresa e após fortes quedas fomos aumentando a exposição gradativamente até se tornar relevante no portfólio.

Disponibilizaremos relatórios trimestrais comentando sobre a carteira do fundo e determinados cases de investimento.