

Carta 3

Em nossa Carta nº2, enviada em meados de Julho de 2012, enfatizamos que a economia brasileira apresentava sinais claros de desaceleração e os agentes econômicos, aos poucos, adaptavam seus modelos admitindo premissas cada vez mais baixas para a performance da economia para o fechamento do ano. Como resposta reforçaram-se as medidas de incentivos governamentais como forma de gerar um novo impulso econômico. As renúncias fiscais ganharam força e curativos setoriais foram sendo distribuídos como brinde ou castigo, dependendo de que lado se estava da mesa. O governo brasileiro parece estar certo de que está regendo uma orquestra, mas enquanto acha que está no comando de uma China verde e amarela, os estrangeiros se perguntam se não estaríamos mais para uma Argentina tupiniquim.

Já no quadro externo, identificamos uma série de acontecimentos que podem servir, se não de solução, pelo menos de colchão de liquidez para os agentes econômicos para os próximos meses. Nos parece que a cavalaria resolveu aparecer. Durante os primeiros dias de setembro de 2012, em um encadeamento de eventos quase que sincronizados, os principais bancos centrais do mundo lançaram novos pacotes de incentivo e injeção de liquidez:

- 06/09/2012: O BCE - Banco Central Europeu anunciou o lançamento de um novo programa de compra de títulos das dívidas dos países da zona do euro, podendo comprar de maneira ilimitada os títulos dos países no mercado secundário;
- 07/09/2012: O governo da China aprovou um pacote de 60 projetos de infraestrutura, avaliado em US\$150 bilhões, para estimular sua economia. Os projetos incluem expansão de linhas de metrô, novas rodovias, portos e aeroportos.
- 14/09/2012: O FED - Banco Central dos EUA anunciou o tão aguardado QE3 (*quantitative easing*) que abrange a compra mensal de US\$40bi em títulos lastreados em contratos de crédito imobiliário, a continuidade da operação *Twist* que consiste na aquisição de US\$85bi por mês até final de 2012 de títulos de longo prazo de emissão do Tesouro americano, além de ter estendido sua previsão de que os juros

permanecerão excepcionalmente baixos até meados de 2015 (o prazo anterior era meados de 2014).

- 19/09/2012: O Banco do Japão segue os demais bancos centrais e afrouxa mais sua política monetária com novo pacote de estímulos. O programa de aquisição de ativos será elevado em cerca de 10 trilhões de ienes (US\$ 126 bilhões) em títulos do governo japonês.

Entendemos que o problema da Zona do Euro é de longa duração, contudo consideramos que o tamanho dos programas anunciados é capaz de interromper a sangria e deterioração da crise, reduzindo os excessivos custos de captação dos países fragilizados e trazendo um novo apetite por ativos de risco para os próximos meses.

Rentabilidade

O fundo Capital Value FIA encerrou o terceiro trimestre de 2012 com uma rentabilidade de 10,82% no ano e um ganho acumulado desde o início do fundo de 16,38%.

Rentabilidade	Mês	Ano	12 Meses	Acumulado*
Capital Value FIA	1,14%	10,82%	18,63%	16,38%
Ibovespa	3,70%	4,27%	13,09%	4,68%
CDI	0,54%	6,60%	9,45%	10,38%
IGP-M	0,98%	7,03%	8,04%	8,68%

* Desde Início do fundo
(02/09/11)

Carteira

Reforçamos nossos comentários das cartas anteriores quanto a valorização dos últimos anos das ações de empresas de menor capitalização, característica presente nas companhias que possuem maior vínculo com a economia doméstica. Dessa maneira, seguimos com uma política de procurar negócios de qualidade mas os preços de mercado muitas vezes nos parecem não justificar. Como alternativa temos procurado conforto em empresas de maior retorno sobre o capital e reconhecida competência de gestão, além de termos buscado uma maior frequência em movimentos de *market timing* e *swing* das posições da carteira.

Se por um lado temos observado uma busca dos investidores pelo tipo de empresas descrita acima, muito em função do melhor momento vivido pela economia local nos últimos anos comparativamente ao mercado externo, por outro, observamos e

acompanhamos de perto as oportunidades que um ambiente instável como esse pode trazer. Concordamos com a tese de incerteza e imprevisibilidade sobre o desfecho a respeito da crise na Europa. Também temos ficado distantes de segmentos e setores que sofrem uma regulação do governo de maneira mais direta. Contudo, e apesar das aparentes incertezas, temos reforçado nossas posições no setor financeiro com a tese de que os preços atuais já incorporam um cenário demasiadamente fraco para os próximos anos. Temos diminuído gradativamente as posições em varejo e siderurgia e elevado a participação em logística/infraestrutura e comunicação/tecnologia.

Abaixo abordamos com mais detalhes o case de investimentos em JSL Logística:

JSL Logística

Entender para Atender.

A JSL é a empresa com o mais amplo portfólio de serviços logísticos do Brasil e líder em seu segmento em termos de receita líquida. Com 56 anos de experiência, atua em todo o território brasileiro, além de quatro países do Mercosul, e suas operações atingem a cadeia completa do processo produtivo, desde o transporte de cargas até a terceirização total das cadeias logísticas.

Em 1956 tiveram início as atividades de transportes de cargas gerais da Júlio Simões em Mogi das Cruzes (SP). Ao longo dos anos a empresa acompanhou o crescimento do país e expandiu seu portfólio de serviços passando a atuar com transporte de passageiros e nos anos 80, com terceirização de frotas. Em meados dos anos 90 iniciou a prestação de serviços dedicados e customizados à cadeia de suprimentos de seus clientes, que se tornou a principal atividade do grupo. Em 2002 a JSL conquistou a liderança no setor de logística rodoviária no país em termos de receita líquida, posição mantida até hoje.

O modelo de negócio da JSL tem como foco os serviços dedicados e customizados. As principais linhas de negócio incluem: Serviços Dedicados à Cadeia de Suprimentos, Gestão e Terceirização de Frotas/equipamentos, Transporte de Passageiros, Cargas Gerais e Venda de Ativos.

O modelo de serviços customizados possui a característica de longa duração (2 a 10 anos) e cria um vínculo grande entre a JSL e seus clientes, criando uma forte barreira à entrada de concorrentes. Como estratégia comercial a companhia muitas vezes inicia uma relação com um novo cliente através de um serviço mais simples e mais adiante acaba por ampliar seus contratos com novos serviços oferecidos

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não devem ser consideradas como uma oferta de aquisição de cotas dos fundos de investimentos. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura, leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Para avaliação de performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise do período de no mínimo 12 meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos, e este fundo tem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. O indicador Ibovespa é mera referência econômica, e não meta ou parâmetro de performance do Fundo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

(*cross-selling*). O principal fator que garante a eficiência do modelo de negócios da JSL se concentra no núcleo de Projetos, no qual uma equipe trabalha em conjunto com as áreas operacionais da cia para entender as necessidades de cada demanda. Cabe a esta área precificar cada proposta comercial apresentada aos potenciais clientes.

Encontramos na JSL uma empresa com cara de companhia fechada, com seus controladores detentores de 72,8% do capital total. A receita bruta vem crescendo forte nos últimos anos e apresenta um crescimento médio de 28% a.a. nos últimos 10 anos. Aquisições recentes, como a Schio em 2011, uma das dez maiores operadoras de logística no país, e novos contratos (os contratos possuem baixa geração de caixa no início da vigência e forte no final) pressionaram as margens nos últimos 12 meses, mas apesar disso os resultados da companhia se mantiveram no azul e a margem EBITDA acima de 20% nos últimos anos. Temos observado que novos contratos fechados ao longo dos últimos 18 meses acumulam um valor de R\$1,3 bilhão (estão entrando em operação em 2012 e 2013) e possuem uma TIR acima de 15% ao ano.

Portanto entendemos que o forte crescimento da JSL, além de não ter sido afetado pela desaceleração recente da economia doméstica, deverá seguir se expandindo a taxas robustas. Acreditamos que a maturação dos contratos deverá elevar as margens da companhia e aumentar as rentabilidades da empresa (ROE hoje estimado em 8,5%). Hoje a JSL está sendo negociada no mercado a um valor que consideramos abaixo do seu valor justo, principalmente se comparado com os seus pares de mercado, incluindo os atributos do modelo de negócio, crescimento e rentabilidade destacados acima.