

Carta 4

Em nossa última Carta, comentamos os esforços realizados por governos e bancos centrais ao redor do mundo, em mais uma tentativa de gerar liquidez e diminuir o custo de financiamento dos países fragilizados.

Nos meses que se sucederam, identificamos uma melhora em determinados indicadores de atividade nos EUA, mais precisamente no mercado imobiliário, renda e consumo pessoal. No último trimestre de 2012, as bolsas norte-americanas (*S&P e Dow Jones*) alcançaram o maior nível desde a crise de 2008 e, na Europa, os índices de ações fecharam o ano nos maiores patamares em mais de 12 meses, um sinal interessante de retorno do apetite por risco por parte dos investidores.

Um indicador ainda mais revelador sobre a diminuição do risco de ruptura foi a desvalorização sofrida pelos instrumentos financeiros conhecidos como CDS (*Credit Default Swaps*), uma espécie de seguro contra falência. O CDS dos países da Zona do Euro (*Markit iTraxx Sov. Western Europe*) e o CDS das empresas de maior risco, conhecidas como *high yields* (*Markit iTraxx Europe Crossover*), tiveram uma queda superior a 40% nos últimos 6 meses, voltando para o menor patamar desde o início de 2010.

Em relação ao cenário interno, seguimos moderadamente otimistas e achamos que assim que a confiança dos investidores for reestabelecida, os juros atuais terão uma grande importância no movimento de realocação dos recursos para renda variável. Entendemos que este processo pode ser lento, mas o estoque de dinheiro em aplicações conservadoras de baixo rendimento é muito significativo, portanto é um tema que deve ser monitorado de perto (de acordo com a ANBIMA, aproximadamente 10% do total de recursos em fundos de investimento no país, estimado em aproximadamente R\$ 2,2 trilhões, estão aplicados em renda variável. Nesse valor não são considerados recursos em poupança e CDBs de bancos).

A respeito das intervenções recentes, o governo brasileiro segue confiante que suas "canetadas" são a solução para colocar o país novamente no trilho do crescimento, mas a repercussão negativa com o pacote de energia elétrica, anunciado em Setembro de 2012, parece estar mudando um pouco a postura governamental. Alguns sinais recentes parecem sinalizar isso, como o pacote de Portos mais pró-

mercado, a não intervenção nas credenciadoras de cartão de crédito e algumas concessões feitas no pacote de Energia originalmente anunciado. Vamos ver...

Rentabilidade

O fundo Capital Value FIA encerrou o quarto trimestre de 2012 com uma rentabilidade de 19,07% e um ganho acumulado desde o início do fundo de 25,04%.

Rentabilidade	Mês	Ano	Acumulado*
Capital Value FIA	3,56%	19,07%	25,04%
Ibovespa	6,05%	7,40%	7,82%
CDI	0,51%	8,38%	12,23%
IGP-M	0,61%	7,74%	9,40%

* Desde Início do fundo
(02/09/11)

Carteira

Em linhas gerais, seguimos focando nossos esforços de pesquisa na procura de empresas que se enquadrem dentro de nossos critérios de investimento, contudo temos afirmado em nossas Cartas que está cada vez mais difícil encontrar bons negócios a preços razoáveis. Temos mantido na carteira uma estratégia muito próxima da reportada nas Cartas anteriores, com grande peso das participações do fundo em companhias do setor financeiro, consumo e logística & infraestrutura. Terminamos o ano de 2012 com um caixa de aproximadamente 17% do fundo.

Julgamos que a dedicação no estudo das companhias em nosso universo de investimento é fundamental em qualquer ambiente, principalmente nos momentos de maior incerteza ou de *valuations* esticados, uma vez que não perder dinheiro é tão ou mais importante do que ganhar, principalmente quando os ganhos advêm de apostas com riscos assimétricos.

Apesar da dificuldade, ainda conseguimos encontrar algumas empresas interessantes no segmento de pequena e média capitalização, contudo estamos com a opinião de que cada vez mais as oportunidades de ganho nas empresas classificadas como *large caps* vêm crescendo. Como falamos no início dessa Carta, consideramos a realocação de recursos, de renda fixa para renda variável no Brasil, um dos principais temas a ser monitorado para os próximos anos. Dessa forma, estamos aproveitando momentos de fraqueza nessa classe de ativos para fortalecer nossas posições.

Abaixo abordamos com mais detalhes o case de investimento em Porto Seguro:

Porto Seguro

O segmento de seguros no Brasil é extremamente promissor. Consideramos três vetores capazes de sustentar o crescimento do setor de forma consistente ao longo dos próximos anos: Bônus demográfico, enriquecimento da população (e consequente migração das classes C, D e E) e baixa penetração do mercado de Seguros no PIB brasileiro. A população brasileira deverá crescer cerca de 40% até 2050 e, até 2030, a grande maioria da população estará concentrada entre 20 e 60 anos de idade (idade produtiva). Sobre o enriquecimento da população, nos últimos anos, com a estabilidade econômica, iniciou-se um processo acelerado de migração das classes mais baixas para as mais altas. A chamada nova classe C, diante de uma melhor condição financeira, vem demandando cada vez mais produtos e serviços de qualidade. Por último e talvez o mais importante, é a baixa penetração do mercado de seguros em relação ao PIB. O Brasil é a 7ª maior economia do mundo e possui uma participação de apenas 3,5% dos Prêmios de Seguro no PIB (EUA possui mais de 10% de participação, Inglaterra 13%, Japão 11%, França 10%, Canada 8% e etc). Essa expansão já se iniciou, uma vez que o crescimento dos seguros de 2000-2011 foi de 16% a.a. (CAGR) contra uma expansão do PIB no mesmo período de apenas 3,6%.

A Porto Seguro é umas das empresas mais preparadas para se beneficiar dessa tendência de expansão. A Corporação Porto Seguro é composta por 21 empresas, divididas em companhias de seguros, serviços financeiros, e serviços em geral. Fundada em 1945, se tornou a 4ª maior companhia seguradora do Brasil e líder no segmento de automóvel e residência. Conta com uma estrutura operacional e de distribuição de aproximadamente 12 mil funcionários, 130 filiais e 4.917 agências bancárias do Itaú espalhadas por todo o país, além de aproximadamente 24 mil corretores independentes e 10 mil prestadores de serviço, com contrato de exclusividade.

A visão do fundador e presidente do conselho, Jayme Garfinkel, de focar na qualidade e exclusividade do atendimento e serviços prestados, diferencia a Porto Seguro das demais empresas do segmento e sua marca é considerada uma das mais respeitadas no mercado nacional, sempre atrelada a superioridade da qualidade de serviços. A constante preocupação do management da companhia pela qualidade e eficiência no atendimento aos seus clientes é claramente

observada nos números, como a taxa de retenção dos clientes de 80% contra 60% de seus competidores, apesar dos prêmios cobrados serem historicamente 15% a 25% superiores a média da indústria.

Consideramos o momento atual bastante interessante na medida em que os resultados da Porto Seguro aparentam estar no ponto de inflexão para retornarem aos patamares históricos médios de ROE e Margem Líquida. Durante os últimos anos a queda da SELIC prejudicou os resultados das seguradoras, uma vez que grande parte da rentabilidade advém das reservas de ativos (receitas financeiras). Ao mesmo tempo em que as seguradoras viam seus resultados caírem, novas concorrentes (estrangeiras) entraram no mercado e uma guerra de preços se instalou pressionando os resultados do setor de maneira generalizada. Contudo, as companhias ao longo dos últimos trimestres começaram a rever as estratégias, afinal promover uma guerra de preços quando as reservas são rentabilizadas a 10% ou 12% é certamente mais fácil do que a 7,25% (SELIC atual e com expectativa de término do ciclo de cortes). Ainda assim, mesmo com o cenário adverso recente, a Porto Seguro reportou resultados positivos ao longo de toda a última década (nenhum exercício negativo), com ROE acima da média do setor, variando entre 14,5% e 19% (atualmente em 15,5%) e distribuindo dividendos. Hoje a empresa está sendo negociada a múltiplos atrativos de 12x PE 2012 e 1,60x P/BV.

A CAPITAL GESTÃO E INVESTIMENTOS NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO REPRESENTAM UMA OFERTA DE VENDA.

É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E REGULAMENTO DO FUNDO AO APLICAR SEUS RECURSOS. 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, PODENDO INCLUSIVE ACARRETER PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. OS FUNDOS DE AÇÕES PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM RISCOS DAÍ DECORRENTES. ESTE FUNDO NÃO CONTA COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.

RENTABILIDADE PASSADA NÃO É GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE MENSAL DIVULGADA É LÍQUIDA DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO E PERFORMANCE E NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. O UTILIZADOR ACEITA QUE O CONTEÚDO, ERROS OU OMISSÕES NÃO PODEM SER FUNDAMENTOS PARA QUALQUER RECLAMAÇÃO OU AÇÃO LEGAL.

A CAPITAL GESTÃO E INVESTIMENTOS NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO REPRESENTAM UMA OFERTA DE VENDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO É GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE MENSAL DIVULGADA É LÍQUIDA DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO E PERFORMANCE E NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. O UTILIZADOR ACEITA QUE O CONTEÚDO, ERROS OU OMISSÕES NÃO PODEM SER FUNDAMENTOS PARA QUALQUER RECLAMAÇÃO OU AÇÃO LEGAL.

