

## Carta 5

Nas últimas Cartas, falamos dos sinais que mostravam a diminuição da probabilidade de ocorrência de eventos de cauda (rupturas capazes de colocar o sistema econômico e financeiro de determinado país ou região em risco) e comentamos a dicotomia que separava a recuperação da economia dos EUA e a lentidão de qualquer reação por parte da Europa.

O curioso é que, a despeito de alguns ruídos e volatilidade, principalmente da bolsa brasileira, o quadro macroeconômico mundial segue quase intacto há vários meses. Acreditamos que o mundo seguirá nesse passo lento de melhora gradual, com os EUA apresentando melhores indicadores e a Europa ainda sofrendo para engrenar uma tendência de recuperação (Alemanha e França com sinais recentes de desaceleração). Na China, os números de atividade seguem demonstrando uma pequena diminuição dos níveis históricos de crescimento, o que entendemos ser o novo patamar daqui em diante (crescimento anual do PIB entre 7% e 8%).

Vimos observando cuidadosamente a movimentação dos diferentes bancos centrais ao redor do mundo. Seguimos detectando um movimento quase coordenado de queda de juros e aumento de liquidez através de compras de títulos nos mercados locais. Uma resposta clara, de que a atividade econômica mundial segue bastante comprometida. No entanto, os ativos de risco, como as bolsas norte-americanas e europeias, *commodities* e ativos de crédito, seguem se valorizando.

Esta disparidade entre valorização dos ativos e desaceleração econômica deve ser acompanhada com cautela. A não concretização da recuperação econômica à frente ou um *shift* na política monetária dos bancos centrais, são gatilhos capazes de provocar um movimento de queda nos preços desses ativos.

No Brasil, enxergamos um ambiente econômico de crescimento relativamente baixo e uma inflação persistentemente acima do centro da meta do Banco Central. Além dos indicadores tradicionais, algumas empresas dos setores de consumo, serviços e bens de capital, que acompanhamos, apresentaram resultados fracos neste

primeiro trimestre de 2013, evidenciando que a atividade econômica local ainda não começou a acelerar.

O Banco Central, com o objetivo de ancorar as expectativas e provocar uma acomodação da taxa de inflação em níveis mais baixos, iniciou em Abril um ciclo de alta de juros. Não fazemos previsão de juros, mas diante do baixo crescimento da economia brasileira, da desaceleração recente das economias internacionais (Europa e China) e da proximidade das eleições presidenciais em 2014, acreditamos que é pouco provável que esse ciclo de elevação seja agressivo.

## Rentabilidade

O fundo Capital Value FIA encerrou o primeiro trimestre de 2013 com uma rentabilidade de -1,91% e um ganho acumulado desde o início do fundo de 22,66%.

<b>Rentabilidade</b>	<b>Mês</b>	<b>Ano</b>	<b>Acumulado*</b>
<b>Capital Value FIA</b>	-1,05%	-1,91%	22,66%
<b>Ibovespa</b>	-1,87%	-7,55%	-0,32%
<b>CDI</b>	0,54%	1,61%	14,07%
<b>IGP-M</b>	0,21%	0,86%	10,38%

\* Desde Início do fundo (02/09/11)

## Carteira

A carteira encerrou o trimestre com um caixa elevado, perto de 25% do patrimônio do fundo. As cinco maiores posições possuem uma participação de 42% do portfólio e estão divididas entre os setores: Financeiro, Tecnologia, Consumo e Varejo, Siderurgia e *Malls e Properties*.

Conforme temos comunicado em nossas Cartas anteriores, acreditamos que várias companhias de menor capitalização, em geral atuantes em setores da economia doméstica, estão sendo negociadas a preços próximos de seu valor justo. Dessa maneira, aproveitamos a valorização recente de algumas empresas de nosso portfólio para realizar ganhos e aguardar um momento de maior margem de segurança para retornarmos com as compras dessas companhias.

Por outro lado, seguimos com o movimento parcimonioso de aumento nas posições em *large caps* dos setores financeiro, siderúrgico e de mineração, que

consideramos estar descontadas. Como dito na primeira parte dessa Carta, entendemos que o mundo vive um processo lento e gradual de recuperação, situação que, em geral, é negativa para os segmentos ligados as *commodities*, contudo a queda na probabilidade de rupturas (eventos de cauda) e a relação risco-retorno atual embutida nos preços de algumas empresas, nos parecem justificar uma posição estrutural de horizonte mais longo.

Em função da volatilidade recente do mercado de ações brasileiro, temos efetuado rebalanceamentos mais frequentes nas posições do fundo. Operações de curto prazo são menos usuais e não fazem parte da estratégia central da gestão, contudo sempre que possível, ajustamos as posições quando identificamos distorções de preços.

Abaixo, abordamos com mais detalhes o case de investimento em Contax:

## **Contax**

A Contax está entre as cinco maiores empresas de BPO (*Business Process Outsourcing*) do mundo. É líder no mercado brasileiro de *contact center* e possui operações em outros países da América Latina como: Colômbia, Argentina e Peru. Os serviços oferecidos pela Contax abrangem os segmentos de Atendimento ao Consumidor, Recuperação de Crédito, Televendas, Retenção, *Back-office*, Serviços de Tecnologia e Trade Marketing.

Ao longo dos últimos anos, a sofisticação dos consumidores, conectividade dos serviços, ganho da importância da internet e a concorrência entre companhias do mesmo setor, transformou o mercado de *contact center* no Brasil e no mundo. No passado as próprias empresas possuíam áreas próprias de vendas, marketing direto e atendimento ao consumidor, consumindo capital, energia e gerando perda de foco. A evolução do setor de *contact center* transformou o ambiente de uma única instalação, com baixo emprego de tecnologia para grandes organizações, em um negócio com múltiplas instalações, centros de grande capacidade de atendimento e forte respaldo tecnológico. Como consequência, a indústria se estruturou em um número restrito de grandes empresas dominando o setor e criou importantes barreiras a entrada em função dos altos investimentos necessários em estrutura e tecnologia.

No Brasil, a Contax é líder de mercado com 32% de *market share* e seus clientes são as maiores empresas dos setores de telecomunicações, seguradoras e bancos, varejo, saúde, dentre outros segmentos. Acreditamos que o maior desafio da Contax é lidar com a gestão dos seus colaboradores, pois os custos com pessoal representam aproximadamente 75% das despesas totais da empresa. Para fazer frente a este complicador, a companhia vem migrando suas operações brasileiras para o nordeste, onde a mão de obra é significativamente mais barata e o nível de *turnover* é menor.

Nos últimos anos, com o intuito de criar futuros vetores de crescimento, a Contax iniciou um processo de transformação da companhia em uma empresa de soluções tecnológicas de relacionamento, com expansão geográfica para outros países de língua espanhola. Consideramos essa a principal decisão estratégica do modelo de negócio atual. Parte relevante do orçamento para investimento da empresa é direcionado para os setores de pesquisa e desenvolvimento, além dos esforços para unificar e criar sinergias nas empresas compradas nos últimos anos: Ability (comprada em 2010), Allus e Dedic (compradas em 2011), e a criação da Todo! em 2009. A Todo! é uma empresa focada em tecnologia e já está entre as 10 maiores no setor de TI do Brasil, com cerca de 2.400 profissionais.

Outra variável importante, capaz agregar valor para o acionista, é o movimento da empresa no sentido de continuamente aperfeiçoar sua governança corporativa. Nos últimos meses, a empresa anunciou um programa de migração para o Novo Mercado da Bovespa, que deve ser concluído nos próximos 24 meses. Dessa maneira, considerando todos os acontecimentos recentes na indústria de *contact center* e na Contax, propriamente dita, acreditamos que as ações da companhia apresentam um *valuation* atrativo, tanto relativamente aos pares internacionais, com as ações da sendo negociadas com ligeiro desconto frente a média do setor, como em termos absolutos. Enxergamos que está em curso um movimento gradual de recomposição das margens operacionais da companhia para os níveis próximos da média histórica, e entendemos que as decisões estratégicas tomadas nos últimos anos serão capazes de gerar maior crescimento e resiliência da receita nos anos que vem pela frente, além de reforçarem ainda mais a posição de liderança da companhia na América Latina.

---

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 ACARRETAR 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.