

## Carta 6

O segundo trimestre do ano foi bastante desafiador para o mercado de renda variável no Brasil. Podemos dizer que o país se viu no meio de uma tempestade perfeita, onde fatores externos e internos apareceram em cena para desencadear um movimento intenso de desvalorização do real e queda no preço das ações, levando o Ibovespa a perder 11,3% em junho, sexto mês de baixa ininterrupta.

No *front* interno, seguimos vendo uma deterioração no quadro estrutural macroeconômico, uma vez que o consumo, pilar de sustentação do crescimento nos últimos anos, começou a perder força e o governo, na tentativa de evitar uma desaceleração da economia, deu prosseguimento a uma série de medidas equivocadas de política econômica. O PIB brasileiro deve fechar o ano com um crescimento inferior a 2,5% e as previsões para os próximos anos não fogem muito deste número, a inflação roda próximo do teto da meta do Banco Central e o governo mostra poucos sinais de aumentar o esforço fiscal para elevação do superávit primário.

Como consequência ao desleixo da classe política e influenciados pelos movimentos populares ao redor do mundo, milhares de pessoas em todo o Brasil ganham as ruas. O tamanho e intensidade das manifestações alcançam destaque na mídia externa, abalando a frágil confiança dos investidores internacionais, que já acompanhavam assustados ao debacle do grupo X ao longo da primeira metade do ano de 2013.

No quadro externo, a desaceleração do crescimento da China para um patamar mais próximo de 7% e a redução do plano de estímulo monetário (QE) por parte do FED, se tornaram os temas macros mais observados pelos agentes econômicos nesse segundo trimestre. Desta maneira, além da reversão dos fluxos em função da expectativa da redução da injeção de liquidez por parte do FED, que elevou toda a curva futura de taxas de juros dos EUA para o maior nível desde meados de 2011 (*yield* de 10 anos saiu de 1,60% em Abril para 2,60% ao final de Junho), a trajetória de menor crescimento chinês influenciou diretamente na percepção de risco em relação às economias emergentes, como é o caso do Brasil.

## Rentabilidade

O fundo Capital Value FIA encerrou o segundo trimestre de 2013 com uma rentabilidade de -15,86% no ano e um ganho acumulado desde o início do fundo de 5,22%.

Rentabilidade	Mês	Ano	12 Meses	Acumulado*
<b>Capital Value FIA</b>	-9,39%	-15,86%	-4,17%	5,22%
<b>Ibovespa</b>	-11,31%	-22,14%	-12,69%	-16,05%
<b>CDI</b>	0,59%	3,43%	7,20%	16,10%
<b>IGP-M</b>	0,71%	1,74%	6,30%	11,34%

\* Desde Início do fundo  
(02/09/11)

## Carteira

Descrevemos no início desta Carta como os ativos brasileiros foram impactados no segundo trimestre do ano e, em Junho especificamente, período que chamamos de tempestade perfeita. Sem dúvida, as condições macro da economia brasileira pioraram como mencionamos, mas sabemos que em gestão de recursos tudo deve sempre ser analisado em perspectiva, isto é, vis-à-vis os preços correntes dos ativos.

Em Cartas anteriores citamos algumas vezes a dificuldade de se encontrar bons investimentos a preços atraentes, uma vez que as companhias em que nos sentíamos confortáveis (e provavelmente a maioria dos gestores, caso contrário os preços não estariam onde estavam) haviam se valorizado muito nos últimos anos e o *valuation*, na ocasião, nos parecia mais do que justo. No entanto, com a queda de 11,31% do Ibovespa em Junho, puxando o índice para uma perda no ano acima de 20%, começamos a identificar algumas oportunidades e notar que o pessimismo começava a tomar contornos de possível exagero. Sendo assim, começamos a aumentar as posições de alguns investimentos, diminuindo a posição de caixa de 25% do fundo em Abril para aproximadamente 17% no final de Junho.

Ao longo do trimestre, aproveitamos para elevar a participação de Gerda, Odontoprev e Magazine Luiza, além de incluir alguns nomes novos, como BR Properties, Even e Technos. Portanto, além do caixa, utilizamos os recursos das vendas de alguns ativos que haviam se valorizado, como Multiplan e Santos Brasil.

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

## Vanguarda Agro

Estamos diante de um *case* de investimento micro, com forte respaldo macro. Segundo dados da *World Trade Organization*, o mundo chegará a 2050 com aproximadamente 9 bilhões de pessoas, ante aproximadamente 7bi de hoje. Em 2011, pela primeira vez, a população mundial passou a ser maior nas cidades do que nas zonas rurais. A elevação da parcela da população que vive em cidades vem provocando um fenômeno mundial importante e estrutural: Elevação da qualidade nutricional da alimentação e aumento relevante da demanda por proteína animal. Dessa maneira, temos observado um grande crescimento das áreas aráveis no mundo, produzindo as mais diferentes culturas para suprir a demanda de alimentos e ração animal (segundo o relatório são necessários 2 kg de grãos para cada kg de proteína de frango e 10 kg de grãos para cada 1 kg de proteína de vaca).

A Vanguarda Agro é resultado da fusão de três companhias: Vanguarda Agro, Maeda e Brasil Ecodiesel. Seu foco de atuação é a produção e cultivo de soja, milho e algodão, espalhadas em propriedades no Mato Grosso, Goiás, Tocantins, Piauí e Bahia, além da atividade de desenvolvimento de terras. A companhia possui perto de 260 mil hectares de terras agricultáveis e finalizou, no final de 2012, um importante movimento de reestruturação. A empresa vendeu ativos que não se encaixaram na nova estratégia, realizou um aumento de capital de R\$350 milhões e reduziu sua dívida líquida de R\$663 milhões para aproximadamente R\$400milhoes, além de alongar o perfil e renegociar os custos dos financiamentos (custo médio da dívida caiu de 14,3% para 5,5%). Nessa nova fase, a Gávea investimentos passou a integrar o controle junto com os demais sócios e o Sr. Arlindo Moura se tornou CEO da Vanguarda Agro. A fase que se inicia a partir de 2013, com a chegada do Sr. Arlindo, é de crescimento e de ganhos de eficiência na operação. O Sr. Arlindo foi o CEO da SLC Agrícola, maior e mais eficiente empresa brasileira na produção de grãos, e tem como objetivo implantar os mesmos processos e estratégias alcançadas pela SLC. Um dos focos imediatos para as próximas safras é a melhoria da produtividade, portanto, a companhia espera que a produtividade atual média de 48 sacas por hectare suba para um valor próximo do que é apresentado pela SLC Agrícola, de 55 a 60 sacas por hectare. Uma das primeiras iniciativas do novo CEO foi investir na autossuficiência de equipamentos (tratores, plantadeiras, pulverizadores, aeronaves e colheitadeiras), além de aumentar os silos de armazenagem. Equipamentos próprios fazem com que o plantio e a colheita respeitem as janelas ótimas, elevando a produtividade da operação, assim como

uma capacidade de armazenagem maior também proporciona flexibilidade para a venda e comercialização da produção em condições de preço mais apropriadas.

Além da operação agrícola, a Vanguarda Agro pretende colocar em prática a operação de transformação de terras. Essa operação tem como objetivo monetizar seus ativos de terras agrícolas nos balanços da companhia ao mesmo tempo em que gera recursos para novas compras de terra e aumento de sua área cultivável (ou de revenda), um importante potencial de geração de valor adicional para os acionistas. Em função da regulação brasileira, que limita a participação estrangeira na compra de terras em território nacional e a logística de má qualidade, focada em transporte rodoviário e poucas opções de linha férrea, as terras aráveis brasileiras, apesar de apresentarem uma das melhores condições de plantio do mundo, ainda apresentam uma defasagem grande frente às demais regiões produtoras mundiais. Por essa razão, acreditamos que a melhoria da logística nos próximos anos, expansão da malha rodoviária (como a BR 163), criação de novas linhas de trem e novos portos para escoamento da produção, criam outras oportunidades de geração de valor através do potencial de valorização das terras agriculturáveis.

Em função de um passado conturbado e um *free-float* composto por muitos investidores pequenos da época da Brasil Ecodiesel, acreditamos que poucos estão atentos à nova empresa que surge, o que nos é evidente no *valuation* atual e implícito nas ações da companhia. Enxergamos que as medidas tomadas na readequação da estrutura de capital (redução da dívida e do custo da dívida), em conjunto com o investimento na autossuficiência dos equipamentos, já renderão frutos na safra 2013-2014, alavancando os resultados e as margens da companhia. Contudo, todos os esforços feitos, na visão do próprio *management* da companhia, devem impactar em cheio os resultados da safra 2015-2016, quando os índices objetivados de produtividade devem aparecer por completo e os novos projetos efetivamente amadurecerem.

---

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

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.



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.