

Carta 8

Vivemos tempos interessantes no Brasil. O cenário econômico e o ambiente de negócios no país seguem se deteriorando, ao mesmo tempo em que nos aproximamos de uma das mais disputadas corridas presidenciais da última década.

A título de curiosidade, atualizamos um estudo que fizemos no início do ano sobre o nível geral dos índices acionários e chegamos à conclusão de que nos patamares atuais, as empresas que compõem o Ibovespa, no seu conjunto, parecem estar bem precificadas.

Gostaríamos apenas de frisar que buscamos investimentos sob a ótica fundamental de longo prazo, analisando cada potencial investimento individualmente. Portanto, esse estudo foca na ótica de um investidor passivo e serve como instrumento adicional para identificarmos o apetite geral e humor dos investidores.

O estudo tenta replicar para o caso brasileiro a análise feita pela Berkshire em 1999 (Carta Berkshire Hathaway 1999). Assim como Buffett fez para os EUA, relacionamos a evolução do Ibovespa com o PIB brasileiro desde 1995. Em curtos espaços de tempo, o crescimento dos lucros das companhias listadas em bolsa pode diferir do crescimento do PIB, mas vemos que quanto maior o prazo, mais eles se aproximam.

Considerando os dados de 1995 até o fim do primeiro semestre de 2014, percebemos que tanto o Ibovespa (descontado dos dividendos), como o PIB, apresentaram um crescimento médio anual em torno de 11% nominal e perto de 2,7% real.

Quando estreitamos para períodos mais curtos, como nos últimos 5 ou 10 anos, observamos que a performance do Ibovespa foi bem abaixo do PIB no período. No entanto, vemos esse movimento dos últimos anos como um ajuste necessário, uma correção para reaproximar as médias dos preços com o crescimento dos lucros. No período de 1995 até 2007 a valorização dos índices de ações foi muito superior à evolução média do PIB do período.

Curiosamente, outro indicador que retornou a média foi o índice Preço-Lucro (PL).

Se no início de 2014 o preço do Ibovespa se aproximou de 9x o seu lucro, hoje

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.



após a recuperação dos últimos meses, o múltiplo PL já se aproxima da média histórica ao redor de 11x.

Olhando para frente, nos níveis atuais, julgamos que provavelmente os investidores passivos terão um retorno muito próximo da média apresentada até aqui. As únicas duas alternativas para que esse investimento seja, no longo prazo, mais turbinado são: a economia brasileira (empresas) passar a apresentar resultados melhores e acima do que foi constatado de 1995 até hoje (qual o PIB potencial do país?), ou que parte do caixa seja resguardado para ser aplicado em momentos em que os preços dos ativos estejam sofrendo com o mau humor temporário do Mr. Market¹

Rentabilidade

O fundo **Capital Value FIA** encerrou o primeiro semestre de 2014 com uma rentabilidade negativa de 7,13% e um ganho acumulado desde o início do fundo de 1,58%.

Rentabilidade	Jun/14	Ano	12 Meses	Acumulado*
Capital Value FIA	0,69%	-7,13%	-3,46%	1,58%
Ibovespa	3,76%	3,22%	12,03%	-5,95%
CDI	0,81%	4,97%	9,66%	27,32%
IGP-M	-0,71%	2,52%	6,32%	18,38%

* Desde o início do fundo (02/09/11)

Carteira

Em nossa última carta, divulgada ao final de 2013, mostramos que se por um lado o pessimismo ganhava corpo e tomava conta dos agentes econômicos, por outro boas companhias começavam a ficar com um *valuation* interessante para um investimento de longo prazo. Partindo desta premissa, alteramos consideravelmente as posições intermediárias da carteira com inclusões de empresas que apresentariam uma forte geração de caixa e reforçamos aquelas que, através de nossos estudos, nos davam mais convicção de que o retorno esperado a frente se mostrava satisfatório e já incluía no preço um quadro bastante negativo.

¹ Personagem criado por *Benjamin Graham* em seu livro *Intelligent Investor* que compara as oscilações do mercado de ações às alterações de humor de um sujeito que sofre de distúrbio bipolar.

A piora no cenário econômico, com recorrentes quedas nos índices de confiança e aumento da taxa de juros, impactou fortemente o mercado de ações no primeiro trimestre do ano. Consequentemente, algumas das boas empresas que incorporavam um cenário mais otimista sofreram quedas ao redor de 30%, como foram os casos de: CCR, Natura, BM&F Bovespa, Itaú, Panvel, Technos e Contax.

Diante disto, aproveitamos o elevado caixa do fundo **Capital Value FIA**, que iniciou o ano 2014 ao redor de 25,6%, para aumentar algumas posições. Ao final do semestre, o caixa havia sido reduzido para perto de 22%

Itaú se manteve como a maior posição do fundo, chegando a quase 17% do portfólio ao longo do semestre, mas terminou Junho representando 14%. Na parte final dessa Carta, falaremos com mais detalhes sobre a tese de investimento no banco.

As posições de Contax, Gerdau e Vale, que juntas à Itaú, são relevantes na carteira do fundo, contribuiriam negativamente para o desempenho no trimestre. Contax é um *case* que seguimos investidos, uma vez que o *turnaround* operacional ainda não foi reconhecido pelos agentes econômicos. Como abordamos em cartas passadas, a companhia já começou a apresentar resultados mais robustos, com elevação de margens para perto do histórico e ROIC (Retorno sobre o Capital Investido) recorrente acima de 20%. Entendemos ser um investimento de bastante valor e que, ao final do semestre, era negociado abaixo de 8,5x Lucro de 2014 e 4,0x EV/Ebitda (projetado para 2014). Vale e Gerdau são investimentos que dependem mais diretamente do ambiente externo e dos preços internacionais de seus produtos. O ambiente para ambos os negócios já estava difícil e permanece se deteriorando o que mantém por ora os preços dessas empresas deprimidos.

Os investimentos em Magazine Luiza, Santos Brasil e Unicasa foram zerados e abriram espaço para companhias de maior qualidade e previsibilidade de geração de caixa. Aproveitamos os recursos para fazer posição em CCR, Natura e BM&F Bovespa. Essas empresas agora compõem o portfólio e representam, em conjunto, aproximadamente 7% do patrimônio.

O setor de construção civil seguiu ganhando participação no trimestre, a despeito do elevado pessimismo dos investidores com o setor. Aproveitamos as fortes quedas para elevar gradualmente algumas participações. De maneira geral, temos observado que, apesar do setor estar sofrendo com o "vento contra", algumas

companhias apresentaram relevante melhora na qualidade de sua gestão, mas que ainda não foi reconhecida pelo público em geral. Dessa maneira, elevamos ao longo do semestre de 8% para 11% a exposição nesse grupo de empresas, que inclui: Cyrela, Even e PDG.

Itaú

A posição em Itaú no fundo **Capital Value FIA** começou a ganhar importância a partir do final de 2012 e início de 2013. Os investimentos são realizados através da Itaúsa, mesmo veículo da família Egydio de Souza Aranha no banco Itaú.

Quando iniciamos o investimento, as ações do banco sofriam forte desvalorização em função, principalmente, de duas razões: a primeira relacionava-se com a pressão por parte do governo pela queda dos *spreads* bancários e a segunda em função da agressiva gestão do próprio Itaú na sua política interna de concessão de crédito. Em relação a primeira causa, vimos recentemente um retorno da elevação dos *spreads* com os bancos públicos tirando o “pé do acelerador”, o que vemos como positivo para os bancos privados. Contudo, é para o segundo ponto que queremos chamar a atenção.

Durante os anos de 2010, 2011 e início de 2012, o banco Itaú atuou de maneira agressiva em linhas de crédito mais arriscadas, como Micro, Pequenas e Médias empresas; e Veículos. Em setembro de 2011, o primeiro chegou a representar 25,1% da carteira total de crédito e o crédito de Veículos chegou a quase 18% da carteira total. Como acompanhamos na sequência, a economia como um todo começou a apresentar fraqueza, a inadimplência começou a se elevar e os impactos nos resultados do banco Itaú foram ficando evidentes.

Foi a partir de meados de 2012 que percebemos que o banco havia identificado os problemas e iniciado um forte movimento de arrumação da casa. As ações envolviam: (i) imprimir um processo mais intenso de redução de custos e enxugamento da estrutura do banco, (ii) aumentar e estimular novos produtos geradores de receitas recorrentes (*fees*) e (iii) restabelecer as estratégias de expansão da sua carteira de crédito. Nesse último ponto e olhando para trás, ficou claro como essa evolução se deu e quais foram os resultados: as linhas para veículos cederam do patamar de 17,9% em set/11 para 8,2% em jun/14. Micro, Pequenas e Médias, caíram de 25,1% em set/11 para 18,4% em jun/14, enquanto que linhas mais seguras ganharam espaço, como Grandes Empresas, que saiu de

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.



25,3% da carteira total em set/11 para 29,5% em jun14 e crédito Consignado que evoluiu de 2,9% em set/11 para 7,2% em jun/14. O Índice de Inadimplência de 90 dias, que inclui pessoa física e jurídica, encerrou junho desse ano em 3,4%, significativamente abaixo do pico de 5,2% de junho de 2012 e de 4,5% de junho de 2011. O ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido) recorrente por trimestre chegou a rodar abaixo de 18,5% nos períodos mais agudos, mas voltou a se recuperar gradualmente e alcançou 23,7% ao final do 2º trimestre de 2014. Podemos dizer que o banco está voltando à velha forma!

De tempos em tempos, sabemos que todas as empresas de certa maneira podem tropeçar, portanto são nessas horas que a competência na gestão, o foco obstinado por resultados e o alinhamento dos interesses, fazem a diferença. Olhando para frente, vemos os controladores do banco Itaú perseguindo novas oportunidades de geração de valor, nos moldes dos negócios realizados ao longo de sua história. Nos anos recentes o banco adquiriu a Redecard (atualmente chamada de Rede), reforçando sua presença no segmento de meios de pagamento e, através de parcerias, *joint ventures* e bandeiras próprias, continua a consolidar sua liderança no mercado de emissões de cartões. As operações de *Asset Management*, Capitalização, Previdência e Seguros vendidos nas agências, estão ganhando cada vez mais atenção, ajudando a fidelizar os clientes e otimizar a utilização da extensa rede de distribuição do banco, espalhada em todas as regiões do país e que conta atualmente com 4.766 agências e 27.994 caixas eletrônicos.

Outro aspecto que reforça nosso interesse no banco Itaú, é a grande preocupação com o aspecto tecnológico. Segundo o próprio Itaú, o número de transações em 2008 realizada em Canais Padrão (agências, caixas e telefone) era de 74% do total, com apenas 26% sendo realizada via internet e celular (Canais Remotos). Ao final do primeiro trimestre de 2014, um pouco mais de cinco anos depois, essa relação já se inverteu, com 59% do total de transações sendo realizadas via Canais Remotos e 41% via Canais Padrão. Dessa maneira, vemos que a busca constante de novos conhecimentos e aperfeiçoamento da tecnologia nessa indústria são condições necessárias para a sobrevivência e geração de valor no longo prazo. Para termos uma ideia do foco do banco ao redor desse tema, o Itaú tem em aberto um plano de investimentos, de 2012 até 2015, da ordem de R\$11 bilhões, que se destinam as seguintes áreas: (i) Equipamentos e Sistemas de Processamentos de Dados (R\$2,7bi), (ii) Aquisição de Softwares (R\$0,8bi) e (iii) Desenvolvimento Interno de Softwares (R\$4,6bi). Os demais R\$3bi estão sendo gastos na construção da 1ª fase de um novo Data Center, o maior da América Latina com certificação

LEED, que já nasce com planos de expansão até 2050 (2ª e 3ª fase). A área construída é superior a 59mil m² e possui uma capacidade para 24.000 transações por segundo, capacidade total 16 vezes maior do que o atual.

Apesar de todos os problemas apresentados, vimos o lucro do Itaú sair de R\$0,58 por ação no 2º tri de 2010 e caminhar para R\$0,90 por ação no 2º tri de 2014, um crescimento de 55,17% em 4 anos, equivalente a um crescimento composto anual acima de 11%. Esse resultado, a despeito dos desafios enfrentados pelo Itaú, nos dá conforto de que uma instituição com tal qualidade, após arrumar a casa e elevar os níveis da rentabilidade de sua operação para próximo do apresentado historicamente, parece ser um excelente investimento para os anos à frente. Estimamos que o banco deva apresentar ROE recorrentes acima de 20% para os próximos anos e hoje suas ações negociam perto de 9,5x o lucro de final de 2014.

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 ACARREJAR 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.