

## Carta 9

A confirmação do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff, os desafios da nova equipe econômica do governo e o quadro internacional deram o tom nos últimos meses do ano de 2014.

No exterior, os preços das *commodities* supreenderam pela forte queda. De Julho a Dezembro, o preço do Petróleo caiu de aproximadamente U\$95 para U\$50. A transferência de renda de países produtores para grandes consumidores, acaba gerando efeitos divergentes no mundo em função das diferentes fases de política monetária e ciclo econômico dos países. Se nos Estados Unidos, a queda do preço da gasolina favorece o consumo das famílias e dá tempo extra para o FED postergar a alta do juros, algo bastante positivo para o mundo, na Europa, acaba sendo um problema. O baixo custo dos combustíveis não está sendo uma alavanca para a atividade econômica, que segue muito fraca na maioria dos países da Zona do Euro e tem dificultado ainda mais o esforço do Banco Central Europeu (BCE) na luta contra a deflação.

No Brasil, vivemos um momento curioso que traz angústia aos investidores e gestores de recursos. Se o anúncio de Joaquim Levy para o maior posto do governo, abaixo apenas da presidência da república, soa como um alívio, os desafios a serem enfrentados, a começar pelas convicções ideológicas da própria presidente, acabam por levantar dúvidas e receios sobre a real liberdade e capacidade de execução do novo ministro.

O ano que se encerra, empurra para 2015 as mesmas preocupações. O novo governo, liderado pela nova equipe econômica, terá que lidar com riscos de racionamento de eletricidade e água, além de conduzir um ajuste nas contas públicas de modo a elevar a confiança dos empresários e investidores.

Em um contexto como esse, quando a atividade econômica desaquece, problemas de ordem estrutural da economia brasileira se tornam mais evidentes. Apesar de alguns progressos recentes como a Lei de Falências (2005), a nova Lei do Inquilinato (2010) e a evolução do mercado de crédito, o ambiente de negócios no país ainda segue sendo muito hostil. A complexidade e elevada carga de impostos, burocracia para abertura e fechamento de empresas, lentidão jurídica, infraestrutura precária, mão-de-obra cara e de baixa qualidade, são apenas alguns exemplos das dificuldades encontradas por qualquer empresário, independentemente do segmento de atuação.

Esse ambiente inóspito ao empresariado, acaba sendo mais uma barreira a entrada e ao desenvolvimento de novos negócios ou de empresas sem grandes diferenciais, fortalecendo a posição de companhias líderes e modelos de negócios de alta

qualidade. Empresas com marcas fortes, modelos de negócios rentáveis, gestão competente e alinhada com os sócios controladores e minoritários, tendem a consolidar cada vez mais suas posições. “*The winner takes it all*”, já dizia ABBA, grupo de música pop suéco da década de 80.

## Rentabilidade

O fundo **Capital Value FIA** encerrou o ano de 2014 com uma rentabilidade negativa de 16,76% e uma queda acumulada desde o início do fundo de 8,96%.

Rentabilidade	Dez/14	2011*	2012	2013	2014	Acumulado*
<b>Capital Value FIA</b>	-6,06%	5,01%	19,08%	-12,53%	-16,76%	-8,96%
Ibovespa	-8,62%	0,39%	7,40%	-15,50%	-2,91%	-11,54%
CDI	0,95%	3,54%	8,41%	8,05%	10,81%	31,58%
IGP-M	0,64%	1,54%	7,78%	5,52%	3,68%	19,06%

\* Desde o início do fundo  
(02/09/11)

## Carteira

O enfraquecimento da atividade econômica no Brasil ao longo de 2014 e as incertezas do quadro eleitoral, na segunda metade do ano, geraram um forte ajuste nos preços de algumas ações de empresas listadas em bolsa. Companhias de qualidade que há muito tempo acompanhávamos de perto, enfim apresentaram preços atraentes para o investimento.

Aproveitamos o período para aumentar e incluir nos portfólios empresas com os atributos que mais buscamos: Excelência na gestão, alinhamento entre o *management* e os sócios controladores e minoritários, modelo de negócio rentável, posição de liderança e marcas renomadas, além de um histórico de sucesso na alocação de capital. O resultado após as alterações realizadas nos meses recentes, foi de um portfólio substancialmente de melhor qualidade.

O Grupo Ultra foi o destaque de novas aquisições ao longo do semestre, assumindo a segunda maior posição do fundo com aproximadamente 9% de participação total (detalharemos mais sobre o caso de investimentos a seguir). Ambev teve seu peso elevado continuamente ao longo dos últimos meses do ano, terminando 2014 com 6,5% de participação no fundo.

Itaú, através da Itaúsa, continuou figurando como a maior posição em carteira e ainda aproveitamos um momento de queda excessiva para novamente incluirmos as ações do Bradesco. Somadas, as posições nos dois bancos representam cerca de 14% do fundo.

Apesar do fraco momento dos preços das *commodities*, seguimos com uma posição de Vale representando cerca de 7% do fundo, que mesmo sendo bastante inferior ao seu peso no Ibovespa, ainda assim possui uma relevância grande na carteira. Entendemos a natureza cíclica dos negócios da companhia, mas acreditamos que o *management* atual tem feito um trabalho invejável que ainda não foi reconhecido pelos agentes de mercado.

Seguimos permanentemente em busca de alocar os recursos da maneira mais eficiente possível, com foco em adquirir posições minoritárias em empresas de qualidade. Seremos pacientes para realizar esses investimentos apenas quando os preços disponíveis estiverem atraentes para uma posição de longo prazo. A posição de caixa permanece relativamente alta, ao redor de 23%.

## Estudo de caso: Grupo Ultra

O Grupo Ultra é um dos maiores grupos empresariais do país, além de ter posição de liderança em seus mercados de atuação. A companhia atua no setor de distribuição de combustíveis, por meio da Ipiranga e da Ultragas, na indústria de especialidades químicas, com a Oxiten, no segmento de armazenagem para graneis líquidos, por meio da Ultracargo, e no setor de varejo farmacêutico, através da Extrafarma. Nos nove primeiros meses de 2014 a Ipiranga representava 70% da geração de caixa medida pelo EBITDA da companhia, seguida pela Oxiten (com 13%), a Ultragas (com 10%), a Ultracargo (com 6%) e a Extrafarma (com 1%). Abaixo um pouco de detalhes sobre cada uma das companhias do Grupo:

- **Ipiranga:** A companhia é o segundo maior distribuidor de combustíveis do Brasil, com 6.865 postos, além de possuir a maior rede de lojas de conveniência do país. A Ipiranga foi adquirida pelo Grupo em 2007 que em seguida fez as aquisições da Texaco (2009) e da DNP (2010). Vemos que a expansão da rede para as regiões Centro-Oeste, Norte e Nordeste e o foco em fortalecer a diferenciação na maior conveniência e serviços para os clientes como um grande diferencial estratégico da companhia. Adicionalmente, o grande número de postos formam um excelente canal para expansão da rede de farmácias recém adquirida Extrafarma.
- **Ultragas:** A companhia é o maior distribuidor de GLP do Brasil, atende 11 milhões de domicílios e possui 46 mil clientes no segmento granel, tem cerca de 23% de participação de mercado e cobre geograficamente 24 estados do país. O negócio de GLP se divide em dois segmentos, o envasado e o granel. O envasado (botijões de 13 kg) é um negócio de volumes extremamente resilientes, sendo um bem de primeira necessidade. No segmento granel (grandes consumidores) a companhia tem aproveitado oportunidades de crescimento em nichos de mercado. Destacamos o baixo custo de distribuição e a escala como as principais vantagens competitivas da empresa.

- **Oxiteno:** A companhia é líder em especialidades químicas derivadas de óxido de eteno na América Latina e possui 11 unidades produtivas em 5 países. Vemos como grande força o fato de a companhia ser a única produtora de óxido de eteno no Brasil e de álcoois graxos na América Latina, sendo a única fornecedora de produtos essenciais para os segmentos de cosméticos, detergentes, tintas & vernizes, agroquímicos e petróleo, segmentos esses que possuem alto potencial de crescimento. Destacamos como diferencial da companhia o domínio completo de tecnologia de óxido de eteno e derivados. A Oxiteno tem o melhor centro de pesquisa e desenvolvimento em especialidades do Brasil e tem uma excelente cobertura geográfica, com um número grande de mercados em países distintos, o que reduz a sua exposição a subidas ou descidas de algum mercado em particular.
- **Ultracargo:** A companhia é o maior provedor de armazenagem para grânéis líquidos do Brasil, segmento com demanda crescente no país, além de estar posicionada em locais estratégicos. A companhia teve grande ganho de escala nos últimos anos, tanto por crescimento orgânico, quanto via aquisições. A localização estratégica de seus terminais e sua escala de operações são os grandes diferenciais da empresa.
- **Extrafarma:** A companhia, que foi a última aquisição feita pelo Grupo Ultra em 2013, está entre as maiores redes de drogarias do Brasil e possui liderança nas regiões Norte e Nordeste. O segmento de farmácias é bastante competitivo no Brasil, e ainda está passando pelo processo de consolidação. No entanto, vemos que o Grupo possui alguns diferenciais para se destacar nesse novo segmento: i) Conhecem bastante o setor; ii) Possuem elevada capacidade de investimentos, que permitirá a mais rápida expansão dos negócios da rede; iii) Possuem rede de revendas, tanto de postos Ipiranga, como de revendas Ultragaz, que poderão ser canais de aberturas de novas drogarias (que por outro lado também potencializam os volumes de Ipiranga/Ultragaz ao aumentar a conveniência e serviços oferecidos aos clientes e aumentam o tráfego de pessoas nesses estabelecimentos); e iv) possuem experiência em expansão acelerada, como observamos na Ipiranga, Ultragaz e lojas AM/PM por exemplo. A aquisição da Extrafarma foi o ponto de partida da participação do Grupo neste segmento, não achamos que eles vão parar por aqui...

Acreditamos que o Grupo possui as características que mais prezamos nos nossos investimentos: forte presença em mercados em crescimento, alta governança corporativa, administradores competente e alinhados com a criação de valor e excelência na alocação de capital. Abaixo colocamos alguns pontos de destaque da companhia:

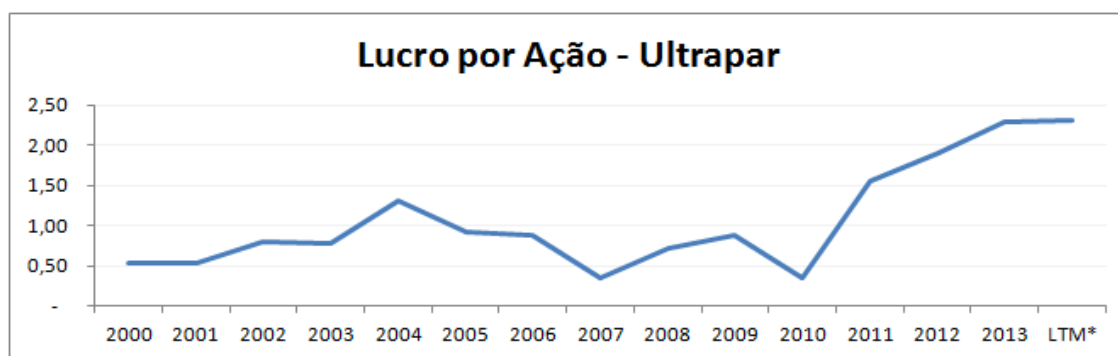
**1) Gente:** A companhia possui estrutura simples e enxuta, os administradores são competentes e alinhados com a estratégia de crescimento e criação de valor da companhia (atualmente cerca de 22% do capital da companhia está nas mãos da

família fundadora e de membros da administração), a cultura da empresa é orientada para resultados e sustentabilidade dos negócios (os diretores da companhia estão em média há 24 anos na empresa). Além desses pontos, destacamos o fato de os administradores terem demonstrado ter forte disciplina com a alocação de capital, tendo feito recompras, emissões de ações e aquisições em momentos oportunos, fazendo movimentos estratégicos na busca de vantagens competitivas.

**2) Governança:** O Grupo foi pioneiro e em Março de 2000 conferiu a todas as ações, sem distinção de classe, o direito de *tag along* de 100%, além de criar metodologia de remuneração atrelada a metas de crescimento de valor econômico. Em 2003 a companhia fez a outorga de ações para os executivos na nova geração, em 2007 fez a separação do cargo de CEO e presidente do Conselho e em 2011 migrou para o Novo Mercado. Todos esses movimentos demonstram o comprometimento da companhia com o alto padrão de governança.

**3) Criação de valor e foco mercados crescentes:** Ao longo de 60 trimestres como companhia de capital aberto, o Grupo Ultra apresentou crescimento (em base anual) em 50 e saiu de um Retorno sobre o Patrimônio de 14% em 1999 para 18% em 2014. Vemos como principais *drivers* de criação de valor: 1) Formalização (embandeiramento de postos bandeira branca para bandeira Ipiranga), aumentando margens e o *market share* na rede; 2) Aumento de venda de carros impactando o volume de vendas de combustíveis da Ipiranga; 3) Expansão acelerada da Extrafarma, com o suporte financeiro do Grupo; 4) Crescimento do mercado de atuação da Oxiteno (cosméticos, detergentes, tintas & vernizes e outros);

**Abaixo evolução do Lucro por Ação da empresa nos últimos anos:**



\*LTM: Últimos 12 meses

"It is not necessary to do extraordinary things to get extraordinary results." - Warren Buffett

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.

