

Capital Value FIA

31 de Dezembro de 2015

Carta 11

Abordaremos nessa carta assuntos mais conceituais a respeito de nossa filosofia de investimento e os efeitos práticos na estratégia de alocação de capital, adicionando a estas perspectivas o ambiente de investimento no mercado brasileiro.

Frequentemente afirmamos que nosso objetivo é investir em companhias de qualidade e, para nós, qualidade se traduz em empresas capazes de gerar valor de forma sustentável ao longo do tempo.

Warren Buffett por várias vezes disse que procura negócios com vantagens competitivas sustentáveis e, portanto, compara essas empresas a castelos rodeados por um *moat* (fosso). Buffett vai ainda mais adiante, dizendo que os *economic moats* ficam mais largos ou mais finos todos os dias, mostrando a importância de não só buscar companhias com barreiras de proteção, mas com *moats* que cresçam com o tempo.

Um estudo bastante interessante sobre o tema foi realizado em 2002 por Michael Mauboussin e Kristian Bartholdson, chamado *Measuring The Moat*¹. Os autores sugerem que a criação sustentável de valor possui duas dimensões: 1) A magnitude do excesso de retorno frente ao custo de capital que uma determinada companhia é capaz de produzir e o quanto ela é consegue reinvestir nessas taxas que excedem o seu custo de capital e 2) Por quanto tempo essa companhia consegue manter retornos acima do seu custo de capital.

O estudo cita que fatores relacionados ao segmento de atuação de determinada empresa determinam entre 10% e 20% da rentabilidade do negócio e que entre 20% e 40% da rentabilidade são determinados por variáveis específicas das próprias companhias, enquanto a parcela restante (bastante significativa) não pôde ser explicada.

Como aproximadamente 80% ou 90% da rentabilidade dos negócios advêm de fatores não relacionados ao setor de atuação, podemos concluir que as variáveis explicativas para a geração sustentável de valor residem em aspectos circunscritos, explícitos ou não, aos negócios de determinada companhia. Argumento também reforçado no estudo, quando empresas geradoras de valor foram encontradas em

¹ Fonte: <http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2014/07/measuringthemoat.pdf>

segmentos tradicionalmente “piores”, como o de equipamentos de telecomunicações e o de rede sem fio e companhias incapazes de criar valor de forma sustentável, foram encontradas em segmentos “melhores”, como o setor de serviços financeiros. Por esta razão, aqui na Capital dedicamos a maior parte de nosso tempo para responder perguntas e ganhar profundidade nos mais diferentes assuntos que envolvem as companhias que monitoramos para possível investimento, tais quais: a qualidade e caráter do capital humano que “toca” e controla o negócio, programas de incentivos, características do modelo de negócio e fatores externos, como o ambiente concorrencial, novas tecnologias, regulação e influência do governo.

Como cidadãos brasileiros, além de investidores, sabemos bem das dificuldades do país. Vemos em nosso dia-a-dia problemas velhos reaparecendo e o descuido ou descaso da classe política com questões relacionadas à produtividade e eficiência acabando por arruinar qualquer possibilidade de um crescimento sustentável da economia do país. Quando paramos para avaliar como o Brasil evoluiu em diversas métricas nos últimos 5 ou 10 anos, vemos que pouca coisa mudou e algumas até pioraram.

Segundo o relatório *Doing Business* de 2016 do Banco Mundial², alguns países avançaram na direção de uma economia mais competitiva, como a China, cuja média de horas/ano consumidas para o pagamento de impostos caiu de 832 horas/ano em 2004 para 261 horas/ano em 2015, ou do Egito que a abertura de negócios demoravam 38 dias em 2004 e em 2015 esse tempo foi para apenas 8 dias, caso semelhante ao da Índia, que em 2004 um negócio precisava de 127 dias para ser aberto e em 2015 de apenas 29 dias. Quando olhamos para o caso brasileiro, fica evidente que não seguimos essa trajetória de melhora acentuada dos países exemplificados acima. Como referência o número de dias para abertura de negócios entre 2004 e 2015 foi reduzido de 152 dias para 83 dias, um número ainda demasiadamente longo. Em 2015, segundo o relatório, empresários gastavam na média, 2.600 horas/ano para o pagamento de impostos, uma métrica absolutamente absurda.

No ranking geral (*Ease of Doing Business Ranking*), que mede o ambiente e a facilidade de fazer negócios dos países, divulgado no último relatório com dados para 2015, em um total de 189 posições (mais de um país pode dividir a mesma posição) o Brasil ocupa a 116ª posição, ao lado de Gana, Lesoto, Equador e Iran (114ª, 114ª, 117ª e 118ª posições respectivamente). Quando olhamos para países

² Fonte: <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2016>

da América Latina ou com características semelhantes a nossa (dimensão, população, estágio e características econômicas de forma geral), vemos posições bem superiores as do Brasil, indicando um ambiente de negócios mais receptivo e simples, servindo de incentivo para o investimento produtivo por parte da iniciativa privada, como observamos nos casos do Chile (48^a), México (38^a), Colômbia (54^a), Peru (50^a), África do Sul (73^a), Turquia (55^a) e China (84^a). Apenas a Índia está pior que o Brasil, na 130^a posição.

Parece evidente que em um mundo cada vez mais interligado e interdependente, economias mais competitivas saem na frente, fertilizam o solo para o crescimento econômico sustentável e geram aumento da renda e qualidade de vida para a população. Novamente, esse não parece ser o caso do Brasil, que se depara atualmente com problemas velhos e diante de uma série de decisões importantes a serem tomadas, justamente em um dos momentos mais críticos da história política do país.

No entanto, se para a sociedade brasileira as notícias não são as melhores, o mesmo não pode ser dito para os acionistas de um grupo seleto de companhias. Empresas como Ambev, Itaú Unibanco, Multiplan, Odontoprev e Ultrapar, presentes no portfólio do fundo, são exemplos de companhias com um longo histórico de geração de valor a seus acionistas, verdadeiras *compounders*³. Essas empresas, com todas as dificuldades encontradas por qualquer empresário que se aventure a investir no Brasil, não só sobreviveram, como venceram os obstáculos da burocracia, da complexidade e da alta carga de impostos, do alto custo e falta de mão de obra de qualidade, do elevado custo do capital, da logística precária... Essas vencedoras, de alguma forma se adaptaram e encontraram seus caminhos para operar de maneira eficiente no país, enquanto muitas outras ficaram pela estrada ou se quer se arriscam a tentar. A escala obtida, experiência adquirida e processos desenvolvidos ao longo da vida desse grupo de empresas, adicionado ao inóspito ambiente de negócios do país, acabam por reforçar ainda mais a barreira de entrada de concorrentes, sejam eles nacionais ou estrangeiros já estabelecidos em seus países de atuação, contribuindo continuamente na direção do fortalecimento de suas posições competitivas em seus mercados de atuação.

Abaixo falaremos um pouco de cada uma dessas empresas e dos resultados obtidos nos períodos mais recentes.

³ *Compounders* segundo Warren Buffett se refere a empresas com alta qualidade, elevados retornos e a habilidade de reinvestir o retorno de volta ao próprio negócio, gerando uma espiral de crescimento orgânico. A mágica dos juros compostos.

Rentabilidade

O fundo **Capital Value FIA** encerrou o ano de 2015 com uma rentabilidade negativa de 8,01% e uma queda acumulada desde o início do fundo de 16,25%.

Rentabilidade	2015	2014	2013	2012	2011*	Acumulado*
Capital Value FIA	-8,01%	-16,76%	-12,53%	19,08%	5,01%	-16,25%
Ibovespa	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	0,39%	-23,32%

* Desde o início do fundo
(02/09/11)

Ambev

O ano de 2015 foi desafiador para praticamente todos os setores e companhias, mas a Ambev conseguiu reportar crescimentos de receitas, EBITDA e geração de caixa operacional. A companhia mais uma vez e apesar de seu tamanho se mostrou capaz de ajustar velozmente sem perder a visão de longo prazo. No Brasil, além do quadro econômico recessivo, a Ambev tinha a difícil tarefa de superar a alta base de comparação dos resultados de 2014, ano de realização Copa de Mundo. Em 2015 a companhia apresentou uma expansão de 8% nas receitas, demonstrando mais uma vez a importância de seu posicionamento de liderança e a força de suas marcas. O segmento de *Premium Beer*, com tickets médios mais elevados, está crescendo acima do mercado *core* de cerveja e já atingiu 10% do volume de cerveja da Ambev. A companhia segue com uma posição de liquidez invejável, com quase R\$ 14 bilhões em caixa ante uma dívida de R\$ 3,6 bilhões, gerando uma disponibilidade líquida de R\$ 10 bilhões, nível bastante confortável para fazer frente a seus investimentos futuros. Para 2016, esperamos que a companhia siga com resultados sólidos e crescendo receitas de forma sustentável, dando prosseguimento à política de repasse de preços para compensar um menor volume de vendas e resguardar as margens do negócio. Devemos seguir observando os segmentos de *Premium Beer* e *Near Beer* em trajetória de ganho de relevância dentro do portfólio da companhia, gerando uma contribuição positiva e contínua para os resultados em função de um melhor mix de preços.

Itaú Unibanco

O banco reportou resultados ligeiramente abaixo das nossas expectativas no 4º trimestre de 2015, mas ainda sim positivos. O discurso do management no momento da apresentação de resultados do ano, quando apresentaram o cenário do banco para o ano de 2016, demonstrou um quadro de continuidade da piora dos

indicadores econômicos da economia doméstica. No ano fechado de 2015, o lucro líquido recorrente do banco cresceu 2% e atingiu R\$ 5,8 bilhões no trimestre, com o Lucro por Ação recorrente (LPA) tendo subido para 0,97 (de 0,94 no 4o trimestre de 2014). A rentabilidade sobre o Patrimônio (ROE) do banco seguiu elevada, em 22,3%, ante 24,7% no 4T14. A qualidade dos ativos deteriorou no período e a inadimplência (de 90 dias) subiu para 3,5% (ante 3,3% no trimestre anterior) e as despesas com provisão para devedores duvidosos (PDD) também subiram, +6,4% em relação ao 3o trimestre e +26,7% na comparação anual. Portanto, fica evidente que apesar da forte deterioração da economia doméstica, os efeitos no banco seguem controlados e os resultados bastante satisfatórios. Quando olhamos para frente, esperamos um ano de 2016 difícil para o Itaú, com provável estabilidade ou até uma retração marginal nos resultados do banco, mas com provável retornada da trajetória de expansão de 2017 em diante. O modelo do banco, cada vez mais digital e com receitas advindas de outros negócios não relacionados a crédito, seguirá sendo uma alavanca importante de crescimento e fidelização do cliente, além de servir como amortecedor em momentos de menor expansão da carteira de crédito. Como já dissemos antes, a agilidade e competência da gestão do Itaú, observada nesse ciclo de crédito, “puxando as rédeas” na concessão de crédito e alterando o mix da carteira para segmentos mais conservadores, nos faz acreditar que eles estarão preparados para sobreviver momentos turbulentos, assim como para rapidamente pisar no acelerador caso o cenário eventualmente aponte para uma retomada da confiança e da atividade econômica.

Multiplan

Em 2015 as receitas da Multiplan oriundas de locação de lojas sofreram devido à desaceleração no ambiente macroeconômico, mas ainda assim cresceram 7,5% no ano, com destaque para alguns ativos que performaram muito bem. No Parque Shopping Maceió observamos um forte aumento da receita/área em função da maturação do projeto e no Vila Olímpia, a bem sucedida alteração no mix de lojistas contribuiu para uma recuperação no ritmo de expansão das receitas com locação. Alguns shoppings sofreram mais com a crise e o destaque negativo ficou por conta do New York City Center, shopping mais focado em atividades de lazer. O controle de despesas foi o destaque positivo no ano, com diversas iniciativas visando à contenção de custos que refletiram no repasse de custos para o lojista (o custo de ocupação atingiu 11,6% no 4T15 ante 11,7% no 4T14 – mesmo com a alta do aluguel o custo líquido para o lojista se manteve estável). A taxa de ocupação segue elevada em 98% e é o grande diferencial da Multiplan, que consegue ter taxas de ocupação bastante elevadas mesmo em ambientes mais

desafiadores. Essa condição de elevado fluxo de visitantes, fruto da alta qualidade, localização e oferta de serviços dos shoppings, é determinante para atrair as melhores e mais desejadas marcas para o empreendimento, o que acaba por realimentar o interesse dos clientes e o elevar o fluxo de pessoas. A alavancagem da Multiplan segue saudável, com o indicador Dívida Líquida/Ebitda em 2,4x e um custo de dívida 1,16p.p abaixo da Selic. A companhia possui um perfil conservador na tomada de decisão de projetos novos ou de expansão (alocação de capital e *timing*), qualidade que apreciamos bastante, uma vez que investimentos no setor de shoppings centers envolvem valores expressivos e possuem uma maturação longa. Para os próximos anos esperamos que a companhia siga aproveitando os momentos oportunos para expandir seus atuais projetos, além dos novos que já estão no pipeline... terrenos, *know-how* e gente talentosa, eles tem de sobra!

Odontoprev

A companhia divulgou resultados excelentes em 2015 apesar do ambiente econômico negativo. As receitas cresceram 8,1% no ano, impulsionadas pela expansão de beneficiários nos segmentos Individual e PME (Pequenas e Médias Empresas). O segmento de beneficiários de planos corporativos sofreu queda no ano e perdeu 107 mil vidas, no entanto as perdas de vidas se concentraram em demissões de funcionários nas empresas clientes da Odontoprev. A companhia não teve grandes perdas de contratos com clientes, então é de se esperar uma recuperação dessas vidas quando a atividade econômica retomar o crescimento. O tíquete médio também foi um destaque positivo, com alta nos três segmentos (Corporativo, PME e Individual), positivamente impactado por um maior mix de vendas pelo canal bancário, que evoluiu bastante ao longo de 2015 após iniciativas para estimular a venda em agências bancárias do Bradesco e do Banco do Brasil. Acreditamos que ao longo dos próximos anos esse canal continue a se desenvolver e aumentar sua participação no mix de canais de distribuição, algo bastante positivo tanto pelo lado das receitas (tíquete mais elevado) quanto pelo lado de despesas, pois é um canal com menor comissionamento, proporcionando um aumento significativo na rentabilidade da operação. Outro destaque é a excelente posição de caixa da companhia, além de não ter nenhuma dívida. A elevada geração de caixa da companhia, aliada ao fato do modelo de negócio da Odontoprev necessitar de baixos investimentos, acaba por liberar o excesso desse caixa para ser devolvido aos acionistas sob a forma de dividendos (há anos a companhia distribui 100% do lucro) e eventuais recompras de ações.

Ultrapar

A companhia seguiu reportando bons resultados em 2015 em seus diferentes negócios. Na Ipiranga, os volumes de combustíveis foram impactados pela desaceleração do ambiente macroeconômico, no entanto as receitas cresceram fruto de repasse de preços dos custos de diesel e gasolina promovidos pela Petrobras ao final de 2014 e devido ao foco em conveniência e serviços que geram maior fluxo e receitas para rede de postos da companhia. A companhia segue promovendo a expansão da rede de postos, com foco no Centro-Oeste, Norte e Nordeste, onde existem mais oportunidades de embandeiramentos do que nas demais regiões. Na Oxiteno, o volume de vendas caiu no ano, mas foi mais do que compensado pelo forte aumento de preços de seus produtos que seguem o preço internacional que é cotado em dólar. Para os próximos anos a companhia deverá ter um fluxo forte de investimentos nos Estados Unidos, devido à nova planta em Pasadena (Texas). Na Ultragas, os volumes de gás distribuído tanto em granel quanto no botijão envasado (13kg) tiveram quedas no ano devido à retração da economia, mas foram parcialmente compensados por iniciativas comerciais com captura de novos clientes e na Ultracargo os resultados no ano foram impactados pelo incêndio ocorrido no terminal de Santos no 2o trimestre de 2015 e para 2016 esperamos uma retomada no crescimento, com a volta das operações do terminal. Na Extrafarma as receitas subiram 21% em 2015, foram abertas 31 lojas no ano, crescimento superior ao apresentado pelo segmento de farmácias nesse mesmo período. Para 2016 esperamos uma expansão mais acelerada da companhia, com novos modelos de lojas para rede, incluindo mais lojas em postos Ipiranga e possivelmente lojas na rede de distribuição Ultragas.

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.