

Carta 10

O cenário macroeconômico internacional continua sendo um tema muito relevante – e de certa forma, intrigante – para os investidores ao redor do globo. Em um mundo ainda em processo de reequilíbrio e distante da “normalidade”, várias perguntas passam longe de uma resposta clara... Como será o processo de elevação da taxa de juros dos EUA e qual o impacto nos preços dos ativos? Qual é o futuro da União Europeia e o que pode acontecer se uma segunda “Grécia” aparecer? Quais as consequências dessa emissão desenfreada e colossal de dinheiro por parte dos bancos centrais? O modelo chinês bateu no teto?

Nessa primeira metade do ano, vimos nos EUA uma economia mantendo a trajetória de recuperação, com números mais fortes de emprego e elevada confiança do consumidor. A expansão do PIB deve caminhar para 2,5% em 2015. As próprias companhias em seus resultados apresentados nos últimos trimestres evidenciam essa tendência – com exceção do setor de energia que sofreu com a queda brusca do preço do petróleo. Na Europa, alguns sinais de expansão econômica também são percebidos e o acordo entre a Grécia e seus credores, apesar de ter sido considerado um sucesso, deixou um alerta. Na China, um movimento impressionante de queda nos preços das ações gerou um início de pânico, mas foi estabilizado com medidas por parte do governo – o índice Shanghai Composite caiu mais 30% entre 11 de Junho e 8 de Julho de 2015. Também como forma de estimular a economia, o Banco Popular da China reduziu os juros e cortou o compulsório, atitude que não vinha sendo tomada desde a crise de 2008.

No Brasil, o vácuo político tem dificultado o ajuste fiscal colocado em marcha. Os indicadores sinalizam para um aprofundamento da tendência de fraqueza da atividade econômica. O realinhamento dos preços – correção dos preços administrados – e deterioração do mercado de trabalho estão afetando diretamente a renda das famílias e a confiança das pessoas e dos empresários, que se retraem para proteger o caixa e as margens dos seus negócios. Os números do

CAGED mostram bem a intensidade desse ajuste: o país fechou um total de 345.417 vagas de empregos formais nesses primeiros 6 meses do ano.

O inóspito ambiente de negócios no Brasil e a provocação dos questionamentos do início dessa Carta reforçam nossa visão de que as alocações de tempo e energia devem ser direcionadas para elevar a busca e o conhecimento de companhias com modelos de negócios rentáveis e geridos por pessoas motivadas e competentes. Com o passado aprendemos que grandes eventos e mudanças macroeconômicas repentinas se assemelham em efeito, mas quase sempre inovam na origem, no gatilho. Tentar antecipá-los, além de inútil, pode custar caro.

Rentabilidade

O fundo **Capital Value FIA** encerrou o 1º semestre de 2015 com uma rentabilidade positiva de 1,01% e uma queda acumulada desde o início do fundo de 8,04%.

Rentabilidade	1S 2015	2011*	2012	2013	2014	Acumulado*
Capital Value FIA	1,01%	5,01%	19,08%	-12,53%	-16,76%	-8,04%
Ibovespa	6,15%	0,39%	7,40%	-15,50%	-2,91%	-11,54%
CDI	5,91%	3,54%	8,41%	8,05%	10,81%	31,58%
IGP-M	4,33%	1,54%	7,78%	5,52%	3,68%	24,61%

* Desde o início do fundo
(02/09/11)

Carteira

No mercado acionário local, continuamos a observar um movimento de busca por qualidade, algo que já vem ocorrendo há alguns anos. O resultado final tem sido de uma bolsa cada vez mais dividida entre dois grandes grupos: de um lado as empresas com resultados mais defensivos e resilientes, negociadas a múltiplos elevados e um *valuation* pouco atrativo e do outro lado, as companhias cíclicas e de menor qualidade sendo precificadas a múltiplos historicamente baixos.

Apesar de entendermos que fenômenos como esses acontecem dentro dos ciclos, o ponto de inflexão é sempre difícil de ser encontrado e antecipado. Nesse contexto, nos posicionamos em empresas que acreditamos ter os critérios de qualidade adequados, que apresentem boas perspectivas de resultados para os

próximos anos, mas que não estejam “perfeitamente precificadas”. Além disso, temos mantido um nível elevado de caixa que ao final do semestre representava 25% do portfólio do fundo.

Uma novidade nesse semestre foi a compra de BDRs da Berkshire Hathaway Inc, companhia comandada por Warren Buffett e Charles Munger. Mas exploraremos os detalhes e o racional desse investimento em um segundo momento.

A maior posição da carteira segue sendo Itaú – através da Itaúsa. Continuamos a ter uma visão bastante construtiva sobre o banco, que apesar da fortíssima deterioração do ambiente econômico, tem conseguido apresentar um desempenho operacional digno de elogios. Essa é a evidência prática do poder de pessoas motivadas, alinhadas e extremamente competentes, dentro de uma organização. Roberto Setúbal e equipe, ao perceberem a trajetória da economia brasileira começaram, desde 2012, a ajustar as operações do banco. O resultado hoje é de uma instituição com índices de inadimplência controlados e carteira de crédito distribuída em segmentos menos arriscados, como Grandes Empresas, Consignado e Imobiliário. Os segmentos *non-core*, que incluem serviços, seguros, cartões e gestão de recursos, vem sendo priorizados e ganham cada vez mais espaço dentro dos resultados do banco. Além disso, o ambiente de concorrência com os bancos públicos tem melhorado substancialmente e contribuído para a elevação das taxas e *spreads*.

Seguimos investidos em Multiplan. Acreditamos que seu portfólio, composto por ativos de alta qualidade, em conjunto com um time competente de executivos, garantem uma travessia mais suave nesse momento de deterioração econômica. Os indicadores de vendas do comércio varejista restrito no Brasil – que não inclui o setor automotivo, divulgados pelo IBGE, registraram queda de 0,8% nos três primeiros meses de 2015. Na Multiplan a realidade foi diferente, as vendas nas mesmas lojas registraram alta de 4,3% no período. As operações de Alimentação e Serviços, que juntos ocupam cerca de 32% da ABL da empresa, mostraram crescimentos no conceito mesmas lojas de 9,5% e 12,1%, respectivamente, no 1º trimestre de 2015 contra o 1º trimestre de 2014. Os resultados da companhia nesse primeiro trimestre do ano foram bons, com manutenção de elevadas taxas de ocupação - a companhia atingiu a mais alta taxa de ocupação no 1T15 desde seu IPO, o que reflete no menor custo de ocupação e a maior margem FFO⁽¹⁾ do setor.

Permanecemos com Ultrapar na carteira do fundo, apesar da diminuição da posição em função do forte *ralli* nos preços das ações nesse primeiro semestre do ano. Acreditamos que os resultados de Ipiranga, Oxiteno, Ultragaz e Ultracargo reajam em proporções diferentes ao ambiente de desaceleração econômica ao longo desse ano, suavizando o efeito final no resultado do grupo. Destacamos dois ativos do grupo: A Ipiranga deverá compensar o menor consumo de combustíveis do país com a aceleração no embandeiramento de postos e na gestão eficiente de custos. A Extrafarma segue expandindo o número de lojas (nos 12 meses até 31 de março a cia adicionou 26 novas lojas) e é esperado que no ano adicione cerca de 100. A nomeação, em 1º de Julho, do CFO da holding desde 2008 André Covre, para ser diretor-superintendente da subsidiária foi para nós um forte sinal de que essa expansão ainda nem começou.

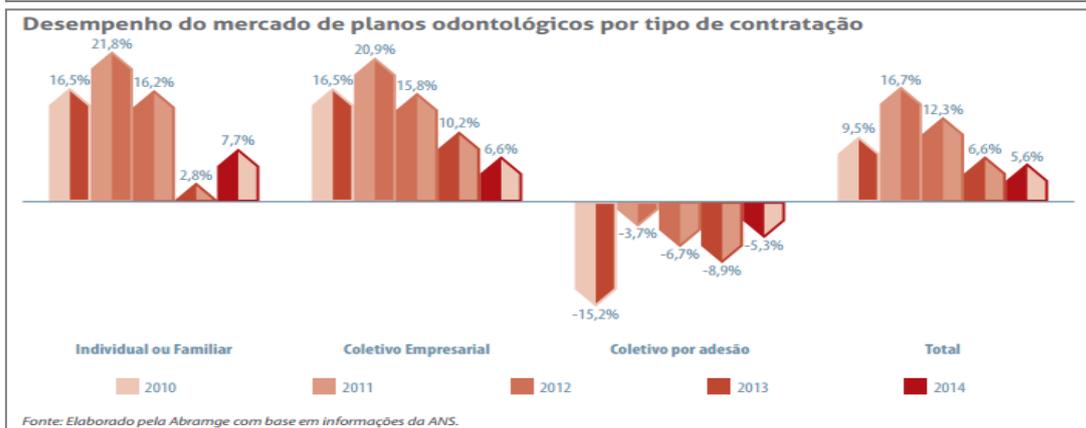
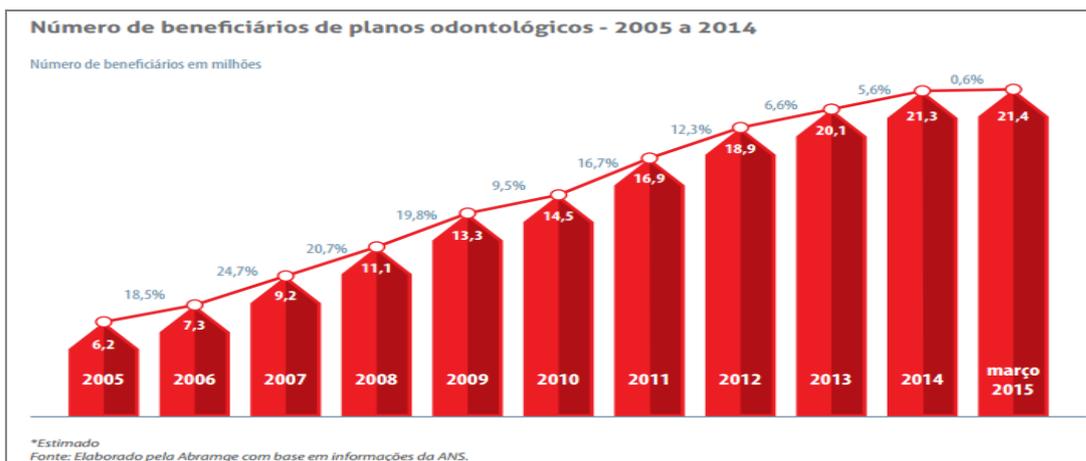
Estudo de caso: Odontoprev

"A importância que o líder dá ao relacionamento com o cliente, o quanto tempo ele gasta com essa relação, como ele prioriza isso na avaliação dos seus colaboradores, como ele inclui isso dentro da remuneração variável da companhia, que tipo de liderança que ele coloca e como ele coloca essa liderança em contato permanente com o cliente têm todo o papel de criar valor ao longo da cadeia. Temos uma cultura em que todos os líderes da organização e as pessoas que serão líderes na organização têm uma função matricial de gestão de clientes: vão ao campo, conversam com clientes, mantêm relação permanente com esses clientes, são avaliados por isso e desenvolvem as pessoas que estão abaixo com a mesma orientação. Então é uma cadeia, onde o líder dá o exemplo, o líder mostra a prioridade que a companhia tem que dar para essa relação e isso vêm ao longo de toda cadeia de liderança".

O texto acima é um trecho de entrevista que Randal Zanetti, atual presidente do Conselho de Administração da companhia e um dos fundadores da Odontoprev, concedeu em 2008. O trecho aborda uma das características que mais admiramos: administração alinhada com a criação de valor no longo prazo. O DNA da empresa, focado na qualidade do tratamento ao cliente, está enraizado em todos os colaboradores da companhia, o que reflete diretamente na força e preferência da marca pelos clientes e naturalmente, no sucesso do negócio.

A Odontoprev foi fundada em 1987 por Randal Zanetti e mais quatro amigos de profissão que decidiram investir numa ideia na época incipiente no país: a dos planos de saúde odontológicos. Randal viu que havia dentista demais para pacientes de menos no Brasil, ou seja, era preciso expandir o mercado. Em 1998 investidores de *private equity* adquiriram o controle da companhia, contribuindo para o seu posicionamento como consolidadora e líder do setor. Em 2006 a companhia concluiu a sua oferta pública de ações, quando captou cerca de R\$ 520 milhões e acelerou o processo de aquisições no mercado. Em 2009 a companhia se fundiu com a Bradesco Dental, o que para nós foi um movimento estratégico relevante para garantir a expansão do negócio, dada a capilaridade que se atinge ao utilizar os canais de vendas do banco. Segundo palavras de Randal sobre o *deal*, "é a união da especialidade e da presença". Em 2013 a companhia criou com o Banco do Brasil uma *joint venture* para venda de planos odontológicos com a marca BB Dental com exclusividade da rede do banco por 20 anos, sendo mais um canal para sustentar o crescimento da companhia. Randal foi convidado em 2013 para ser o segundo homem da Bradesco Seguros, sendo o responsável por várias áreas, como a financeira, marketing, jurídica e de pessoal da holding. Com a mudança, ele que estava à frente da Odontoprev desde sua fundação, passou a presidência para Mauro Figueiredo e passou a ocupar a presidência do Conselho de Administração, cargo que ocupa desde então.

O mercado segurador no Brasil mudou bastante nos últimos anos. O segmento de seguro odontológico, mesmo que ainda possua taxa de penetração muito inferior aos demais países, apresentou nos últimos 10 anos um crescimento robusto. Segundo a ANS desde 2000 até Setembro de 2014 o número de beneficiários em planos médicos subiu 62% - de 31,2MM para 50,7MM, em planos odontológicos subiu 716% - de 2,6MM para 21,3MM. Já a Odontoprev, com sua série de aquisições no período, cresceu 1300% em número de beneficiários - de 446 mil para 6,3MM.



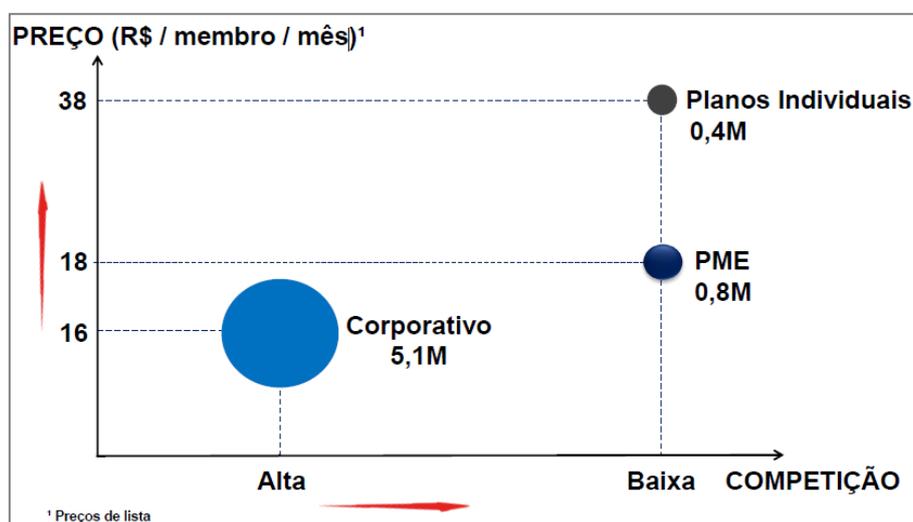
Mesmo com o expressivo crescimento registrado no mercado brasileiro nos últimos anos a penetração de mercado no país em planos odontológicos ainda é baixa - em 2013 cerca de 10% da população era beneficiária de algum plano odontológico versus 60% nos Estados Unidos.

A Odontoprev possui hoje 6,3 milhões de beneficiários, sendo a líder de mercado - dados de Março de 2015 indicam que a companhia tinha mais do que o dobro de beneficiários do que a soma do 2o e o 3o colocado em número de beneficiários. Em 2014 a companhia possuía 30% de participação de mercado em vidas e 45% em contraprestações. No segmento empresarial a companhia se destaca, com cerca de 50% de penetração nos maiores grupos econômicos do país: Bradesco, Banco do Brasil, Rede Globo, Itaú, TAM, Ambev, Santander, Localiza e Bunge, são alguns exemplos de clientes.

Mesmo tendo quase dobrado o número de vidas no segmento de Planos Individuais nos últimos 4 anos, a participação deste segmento na receita da

companhia ainda é baixa no total – de 7%, contra 81% de clientes corporativos - grandes empresas - e 12% de clientes em Pequenas e Médias Empresas - PMEs. O amadurecimento do setor no país provavelmente irá mudar o mix de clientes da companhia, que deverá crescer mais em planos individuais onde o mercado ainda é menos penetrado.

Se por um lado os planos corporativos o *ticket* médio é mais baixo e a competição é maior, por outro lado é um mercado menos penetrado e com menores taxas de crescimento esperadas. Abaixo o quadro que ilustra as quantidades de vidas por segmento da Odontoprev e a dinâmica competitiva versus *ticket* médio de cada um dos segmentos. A companhia navega neste mercado "looking for some sweet spots".



Fonte: Odontoprev

O modelo de negócio da companhia é baseado na cobrança de mensalidades aos clientes, em contratos de médio e longo prazo, em contrapartida de uma série coberturas de seguro para problemas e tratamentos odontológicos. No negócio de seguros, no segmento saúde em especial, os riscos estão na frequência de utilização por parte dos segurados – sinistros, na imprevisibilidade dos custos dos tratamentos, no surgimento de novas tecnologias disruptivas, além da inflação anual dos custos dos materiais médicos e da própria manutenção da estrutura da rede credenciada. O segmento de seguro dental, apesar de estar dentro do negócio de seguros, apresenta uma dinâmica peculiar, que eleva o nível de previsibilidade

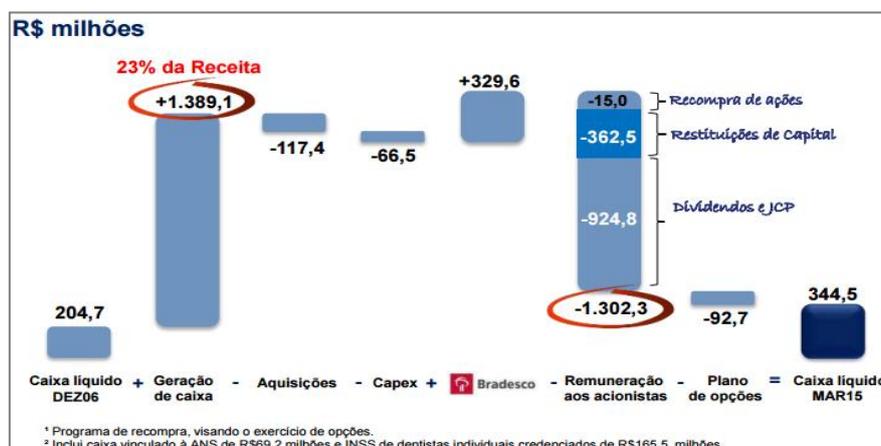
da curva de custos, favorecendo um maior controle sobre sua estrutura de custos e proporcionando uma melhor precificação do produto.

Nos planos médicos, na medida em que seus segurados envelhecem os custos para as seguradoras se elevam e a imprevisibilidade dos tratamentos cresce. Já no universo odontológico as doenças são mais previsíveis, os tratamentos são amplamente conhecidos e são menos complexos, além de raramente trazerem risco de óbito. Outro ponto relevante é que os custos na odontologia ao longo do tempo conseguem ser estáveis, através da prevenção, sem contar que o envelhecimento dos associados não necessariamente gera aumento de sinistros odontológicos.

Nossa motivação em investir na companhia é função direta da cultura e modelo de negócio, associados às perspectivas de crescimento e posição de liderança dentro do setor. Parafraseando Warren Buffett: *"time is a friend of a good compounder"*.

A geração de caixa da companhia é impressionante: desde o IPO a Odontoprev gerou R\$ 1,4 bilhão em caixa, sendo que quase a totalidade deste valor foi distribuída aos acionistas. A companhia registrou 115% de *payout* - pagamento de dividendos dividido pelo lucro líquido - desde 2011. Seu modelo de negócio, a forte capacidade de geração de caixa e a protegida posição frente às concorrentes, nos geram algum conforto para a companhia sobreviver bem aos momentos mais turbulentos da economia.

Abaixo gráfico que ilustra a geração e dispêndios de caixa desde o IPO até Março de 2015.



Fonte: Odontoprev

Os sistemas da companhia foram desenhados para suportar elevadas taxas de expansão, então não devemos observar aumentos relevantes nos investimentos nos próximos anos, mesmo que a companhia apresente forte crescimento. Os fundadores, desde o início das operações da Odontoprev, priorizaram o desenvolvimento de um sistema próprio, com tecnologia de ponta, que ao mesmo tempo viabilizasse o acompanhamento dos tratamentos de sua base e criasse um banco de dados vasto com todos os registros de ocorrências - informações detalhadas sobre a utilização pelos associados. Ao longo dos anos a companhia concluiu que incentivando o sinistro - ou seja, estimulando que o beneficiário utilize o plano - a geração de riqueza no longo prazo seria ampliada. Não é incomum que o *call center* da companhia ligue para os associados para informar que existem dentistas da sua rede credenciada próximos à sua casa ou informar sobre os serviços que a companhia proporciona. É difícil encontrar prática semelhante em seus concorrentes.

A Odontoprev de hoje, resultante da fusão com a Bradesco Dental e o acordo com o BB Dental, alcançou uma presença nacional extremamente capilar e muito pulverizada em todos os segmentos - a companhia não tem exposição acima de 5% a nenhum setor da economia. Os canais de distribuição são diversificados através de equipes de comerciais próprios para venda direta, *bancassurance*, corretores, vendas online, varejo e algumas organizações médicas e planos de saúde. O segmento de planos individuais é um negócio de múltiplos canais e deve ser o maior beneficiário dessa maior capilaridade atingida pela associação com o Bradesco e a joint venture recente com o Banco do Brasil.

A combinação de uma plataforma dental com tecnologia de primeiro mundo, com uma rede de 25 mil dentistas credenciados em todo país, com canais de distribuição exclusivos, marca forte e uma equipe de gestão alinhada e motivada, focada exclusivamente no segmento dental - alguns concorrentes possuem também planos médicos hospitalares - fazem com que a empresa consiga focar apenas na geração de valor, independente da dinâmica de competição do mercado.

"A companhia não vai buscar atingir o mesmo percentual de crescimento orgânico que o setor apresenta, a não ser que isso seja possível mantendo as condições de

preço e de estrutura que o nosso negócio hoje apresenta", são palavras de Randal na divulgação de resultados do 4º trimestre de 2008.

(1) FFO: Funds From Operations, métrica financeira utilizada para analisar operações de shoppings.

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.

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.

