

Capital Value FIA

03 de Fevereiro de 2017

Carta 12

2016 foi um ano bastante conturbado e principalmente, de previsões furadas. Eventos como o impeachment da ex-presidente Dilma, o Brexit no Reino Unido e a eleição de Donald Trump nos Estados Unidos, foram tachados como altamente improváveis meses antes de acontecerem (o Brexit não era consenso nas pesquisas nem mesmo no próprio dia do referendo). Esses resultados inesperados geraram forte repercussão e oscilação nos preços de ativos ao redor do mundo.

Acontecimentos como os ocorridos nesse ano que passou nos fazem lembrar que *Mr. Market*¹ segue ativo e atuante como nunca. Para nós, o ano foi bastante produtivo, conseguimos aproveitar momentos de queda do mercado para aumentar algumas participações em companhias que já estávamos investidos e iniciar algumas novas posições que estávamos estudando e aguardando uma boa oportunidade de entrada.

Embora haja muita incerteza quanto à capacidade e o horizonte para a retomada do crescimento do PIB brasileiro, seguimos com uma visão construtiva para os anos à frente. Os investimentos que compõe a carteira do fundo possuem um conjunto de qualidades que não podem ser facilmente replicadas e que devem seguir agindo como propulsores de crescimento dos negócios nos próximos anos. Os *valuations* de mercado das empresas que acompanhamos, de modo geral, estão mais interessantes se comparados aos anos anteriores, elevando a margem de segurança dos investimentos atuais ao mesmo tempo em que abre novas oportunidades de aquisição em momentos de correção do mercado.

1 Personagem maníaco depressivo criado por Benjamin Graham no livro *The Intelligent Investor*. Uma metáfora para as oscilações do mercado de ações causadas pelas repentinas mudanças de humor dos investidores.

A crise na economia brasileira e o inóspito ambiente de negócios do país acabam por elevar ainda mais as vantagens e os *moats*² das empresas mais estabelecidas. Não à toa que na grave crise atual, enquanto a maioria das empresas listadas passam os dias estudando alternativas de sobrevivência (dos R\$ 10,7 bilhões levantados por meio de ofertas de ações em 2016, cerca de R\$ 8 bilhões foram utilizados, pelo menos parcialmente, para pagamento de dívida, reforço da estrutura de capital ou socorro aos seus endividados acionistas)³, um grupo mais seletivo aproveita para adquirir ativos, abrir novas frentes de negócio e investir no aperfeiçoamento de suas operações. A postura *contrarian*⁴ dessas companhias além de elevar as barreiras de proteção dos seus negócios, potencializa a capacidade de captura adicional de mercado e cria novos vetores de crescimento.

Selecionamos três companhias que possuem pesos relevantes no fundo e são casos emblemáticos de realizações desse tipo ao longo dos últimos anos. Detalhamos algumas das iniciativas adotadas pela Arezzo&Co, Grupo Ultra e Renner que julgamos terem sido determinantes para um desempenho tão diferenciado.

Arezzo&Co

O varejo de forma geral e mais especificamente os segmentos de calçados e vestuário, são bastante sensíveis à atividade econômica. Os últimos anos foram de grande dificuldade para os *players* do setor e apesar de já acompanharmos a Arezzo&Co há algum tempo, reconhecendo seus diferenciais competitivos, nos surpreendemos positivamente com sua performance.

No mundo corporativo, crises servem como catalisadores para acelerar o movimento de seleção natural. Nos últimos anos, o aumento da mortalidade observada em *players* alavancados, menos estruturados ou com marcas mais fracas, dilatou ainda mais a distância da Arezzo&Co para seus competidores. Apenas como referência, segundo a Abicalçados – Associação Brasileira das Indústrias de Calçados, o consumo aparente de pares de sapato no Brasil

2 Segundo Warren Buffett o termo econômico moat (fosso que rodeia e protege os muros dos castelos) se refere à habilidade de um negócio em manter suas vantagens competitivas sobre seus competidores, protegendo sua posição de mercado e seu crescimento de longo prazo;

3 Fonte: <http://www.valor.com.br/financas/4841014/novas-ofertas-de-acoes-vaao-custear-investimentos>;

4 Contrarian investing se refere a uma estratégia de investimento caracterizada por comprar e vender em contraste ao sentimento do mercado no momento. Essas firmas investiram de forma a crescer seus negócios em momento em que muitos (talvez a maioria) estão enxugando negócios, encolhendo.

apresentou uma queda de 10,4% no período entre 2013 e 2015, enquanto a Arezzo&Co mostrou um crescimento de venda de pares no mercado interno de 1,8% nesse mesmo período. Ao olharmos para 2016, ano de aprofundamento da crise, de Janeiro a Setembro as vendas no mercado doméstico da Arezzo&Co se expandiram em 3,9% contra um recuo de 6,1% nas vendas nominais do grupo Tecidos, Vestuário e Calçados da Pesquisa Mensal do Comércio divulgada pelo IBGE⁵.

Acreditamos que grande parte desse desempenho é consequência direta da qualidade das pessoas na linha de frente do negócio e do foco no fortalecimento de suas marcas. A Arezzo&Co não se deixou influenciar pela crise e seguiu adiante com suas estratégias de expansão, lançando nos últimos anos diversas iniciativas para alavancar a exposição das marcas do grupo. São elas: i) Criou no final de 2015 uma nova marca, a quinta do grupo, chamada Fiever e acelerou o crescimento da marca Anacapri (apenas em 2016, em plena crise no Brasil, a Anacapri apresentou crescimento de vendas de quase 20%); ii) Expandiu a operação internacional: nos Estados Unidos, a marca Schutz que já possui 2 lojas, em Los Angeles e Nova York, (vai abrir a terceira em 2017, a primeira em shopping center), assinou no final de 2016 um acordo com a varejista Nordstrom. E as marcas Arezzo e Alexandre Birman já estão presentes em algumas varejistas mundiais; iii) Expandiu o canal web: a Schutz, que era a única marca do grupo com vendas pelo canal online, agora possui também aplicativo para celular. As marcas Arezzo e Anacapri passaram a vender por meio eletrônico e a Alexandre Birman deverá iniciar com a venda online em 2017; iv) Acelerou a venda de bolsas (seu segundo produto além de sapatos), apresentando crescimento de dois dígitos no volume vendido nos últimos anos; v) Investiu em logística e tecnologia, aumentando as vantagens competitivas do negócio: inauguraram um novo Centro de Distribuição, mais próximo aos principais mercados consumidores e implantaram novo sistema (ERP). A Arezzo&Co aproveitou a crise para olhar para dentro, melhorar processos e criar novas alavancas de crescimento.

⁵ Utilizamos dados de anos completos da Abicalçados e da PMC do IBGE para o ano de 2016 incompleto. O intuito é demonstrar que ainda que de forma imprecisa como a Arezzo&Co andou na contramão do mercado de calçados. Apesar dos setores varejista e calçadista caminharem mais ou menos juntos, quanto mais segmentada for a análise maior o risco de divergência para o número consolidado do indicador. Portanto, embora utilizados como referência, ressaltamos que os dados dos indicadores são muito mais amplos e incluem outros segmentos, como Tecidos e Vestuário no caso da PMC, enquanto a Arezzo&Co produz calçados mais específicos para atenderem um perfil mais restrito de consumidores.

Grupo Ultra

A companhia atingiu no terceiro trimestre de 2016 (último reportado) o seu 41º trimestre consecutivo de crescimento do EBITDA na comparação anual. Os anos recentes foram importantes para o grupo, mas o ano de 2016 deve ficar marcado em sua história.

A **Ipiranga**, apesar do fraco desempenho em termos de volume (devido à crise econômica e deterioração na renda da população), registrou crescimento elevado no Ebitda (29% no último trimestre reportado na comparação anual e 17% nos nove primeiros meses do ano de 2016 frente ao mesmo período de 2015) fruto de uma contínua estratégia de inovação em serviços de conveniência, que gera fluxo para os postos e fidelização de clientes. As oportunidades nesse canal ainda nos parecem grandes: a rede de lojas de conveniência am/pm está presente em apenas 27% dos postos da marca e a rede de padarias em 8%, segundo último resultado reportado pela companhia. No início de 2016 a Ipiranga anunciou a aquisição da rede concorrente Alesat, que possui 2 mil postos de revenda. A conclusão do negócio, ainda pendente da aprovação do CADE, aumentará sua rede de distribuição dos atuais 7.400 postos para 9.500 postos aproximadamente, consolidando a Ipiranga como a maior distribuidora do país em pontos de revenda e a segunda em volume de combustível vendido. Com a aprovação da operação, que esperamos que ocorra dentro do ano de 2017 (inclusive com a imposição de algumas restrições), a Ipiranga complementa sua estratégia de crescer no Nordeste e aumenta sua participação de mercado em Minas Gerais onde sua presença é menos expressiva. A Ipiranga também anunciou, no final de 2016, uma transação de associação com a Chevron abrangendo os negócios de lubrificantes no Brasil. O racional por trás dessa associação, na qual a Ipiranga terá participação de 56% da *joint venture*, é trazer ganhos de escala (determinante para a competitividade) e aumento da capilaridade na distribuição. Com essa operação Ipiranga + Chevron chegam a 27,5% de participação de mercado e alcançam a líder BR que possui 30%⁶.

A **Extrafarma**, o negócio de farmácias do grupo, possui um potencial grande a ser explorado. Nos últimos doze meses adicionaram 49 novas lojas e entraram em novos estados, ampliando gradativamente seu raio de atuação. Seguem crescendo acima da indústria: nos primeiros nove meses de 2016 a Extrafarma apresentou

⁶ Fonte: Sindicom – Participação de Mercado entre as Associadas do Sindicom – Lubrificantes + Graxas 2015. O dado contempla a participação de mercado apenas de associadas do Sindicato.

crescimento de 15% em vendas brutas contra 9,7% do grupo Artigos Farmacêuticos, Médicos, Ortopédicos e de Perfumaria da Pesquisa Mensal do Comércio divulgada pelo IBGE em Setembro de 2016. As perspectivas de expansão desse negócio são muito positivas. O setor de farmácia se encontra em um longo processo de consolidação, a população segue envelhecendo e os gastos pessoais com produtos de saúde, higiene e beleza devem seguir ocupando cada vez mais espaço na cesta de consumo das pessoas. O modelo de negócio da Extrafarma quando combinado com os ganhos de escala, sinergias na distribuição, acesso a pontos estratégicos, qualidade da gestão e capacidade financeira do Grupo Ultra, ganha potência adicional.

A **Oxiten**, líder na América Latina no segmento químico, anunciou investimentos em uma nova planta de alcoxilação nos Estados Unidos, ampliando a presença da companhia nas Américas e o alcance do portfólio de produtos em um dos maiores mercados do mundo.

A **Ultragaz**, primeiro negócio do grupo e líder do mercado brasileiro, pioneira na distribuição de GLP, anunciou no final de 2016 a aquisição da Liquigás (vendida pela Petrobras), segunda maior companhia do segmento. A aquisição aguarda a aprovação do CADE, provavelmente com restrições vista a elevada concentração de participação de mercado das duas companhias (segundo a ANP em Outubro de 2016 a Ultragaz detinha 23,9% do mercado e a Liquigás 21,7%).

O Grupo Ultra nasceu como uma distribuidora de GLP ao lançar o gás engarrafado no Brasil há 80 anos. Atualmente, o grupo possui um faturamento anual de aproximadamente R\$ 80 bilhões e controla cinco companhias, sendo quatro delas (todas com exceção da Extrafarma) líderes em seus mercados de atuação. Muito embora cada empresa do grupo tenha uma gestão independente, seus negócios são vistos em conjunto. A estratégia multi negócios do Grupo Ultra em um país com excesso de burocracia, péssima infraestrutura logística e elevado custo do dinheiro, acaba fortalecendo ainda mais o *moat* individual de cada negócio.

Renner

A Renner é mais um exemplo de companhia que aproveitou muito bem a crise no Brasil para aumentar seus diferenciais competitivos e abrir vantagem sobre seus concorrentes.

Na contramão do mercado, a companhia não embarcou em políticas de *mark down* de preços (promoções) nesse último inverno, o que contribuiu também para uma melhora de margem bruta, mesmo com vendas menores. No ano de 2015, a Renner inaugurou 27 novas lojas e nos nove primeiros meses de 2016, foram 15 novas aberturas de lojas. Seus concorrentes mais próximos não conseguiram entregar esses números de crescimento: a Marisa, por exemplo, fechou 18 lojas nos últimos dois anos, a Riachuelo depois de uma expansão mais acelerada desacelerou as aberturas de lojas em 2016 (foram 28 novas lojas em 2015 e apenas 4 nos nove primeiros meses de 2016).

“A Renner sempre cresceu em momentos de crise. O diferencial está no produto, no seu desenvolvimento, na rapidez desse desenvolvimento, no nível de prestação de serviços na loja e nos preços.” Essa frase foi retirada de uma entrevista⁷ concedida pelo presidente da Renner, José Galló, em 2015 e diz muito sobre a qualidade da gestão da companhia. Desde 1995, quando tinha 11 lojas, a companhia registrou um crescimento médio de área de vendas de 16,4% ao ano no período de 20 anos, passando para 380 lojas em 2015. As receitas mais que acompanharam esse crescimento e subiram em média 19,1% ao ano nesse período de 20 anos. A meta da companhia é chegar a 2021 com 875 lojas.

De olho na meta e em plena crise, a Renner focou esforços na melhoria de sua malha logística e recentemente fez a implantação de uma nova plataforma tecnológica. Logística: nos últimos anos a Renner simplificou o processo de abastecimento das lojas e abriu diversos Centros de Distribuição, contribuindo para uma queda de no *lead time*⁸ e uma maior velocidade na cadeia logística. Tecnologia: Recentemente a companhia fez a implantação de uma nova plataforma tecnológica, um passo relevante para a sustentabilidade do crescimento de longo prazo da companhia. A implementação foi bem sucedida e a nova plataforma trará uma série de benefícios, como uma melhor gestão comercial e de gerencialmente das lojas. O investimento em tecnologia eleva a capacidade de abertura de novas lojas, inclusive no exterior e principalmente, permite uma gestão mais acurada nos estoques e no abastecimento das lojas.

7 Fonte: <http://zh.clicrbs.com.br/rs/noticias/economia/noticia/2015/03/jose-gallo-a-renner-sempre-cresceu-em-momentos-de-crise-4727979.html>;

8 Lead time: tempo de recebimento de fornecedores até entrega nas lojas.

Rentabilidade

O fundo **Capital Value FIA** encerrou o ano de 2016 com uma rentabilidade positiva de 22,12% e uma alta acumulada desde o início do fundo de 2,28%.

Rentabilidade	2016	2015	2014	2013	2012	2011*	Acumulado*
Capital Value FIA	+22,12%	-8,01%	-16,76%	-12,53%	19,08%	5,01%	+2,28%
Ibovespa	+38,94%	-13,31%	-2,91%	-15,50%	7,40%	0,39%	+6,94%

* Desde o início do fundo (02/09/11)

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.