



Carta Anual aos Co-Investidores

Resultados e Evolução em 2013

MINT
— Capital

Nosso Objetivo e Estratégia de Investimentos

O objetivo da Mint Capital é maximizar retornos reais no longo prazo, realizando investimentos com base nos princípios de Value Investing tradicional e Behavioral Finance no mercado acionário brasileiro. Buscamos comprar ativos abaixo do valor intrínseco, usando um modelo que nos blinde dos nocivos vieses comportamentais tão onipresentes no universo de investimentos; desta forma, conseguimos ter investimentos cujo valor é substancialmente superior ao atual valor de mercado (ou seja, procuramos elevada margem de segurança) buscando sempre evitar armadilhas de valor. Nosso processo prioriza incondicionalmente a proteção de capital. Objetivamos explorar as oportunidades geradas por um mercado que não é eficiente a todo o tempo na medida em que fica evidente substancial diferença entre preço e valor. Estas distorções são corrigidas no longo prazo e, portanto, um horizonte de tempo semelhante é necessário para que estes ganhos se materializem. Como investidores diligentes, pacientes e focados e como indicado pelos resultados comentados abaixo, a Mint Capital tem conseguido entregar retornos interessantes mesmo em condições adversas.

Destruição Devastadora de Valor

Para muitos dos investidores que apostaram na prosperidade do Brasil, os primeiros três anos da Presidência de Dilma Rousseff podem ser resumidos com poucas palavras: destruição devastadora de valor. Como ilustrado abaixo, a Mint Capital deflacionou o retorno do principal índice do mercado acionário brasileiro, o Ibovespa, desde o início da série em 1967. Os deflatores usados foram os índices de preços IGP-DI e posteriormente o IPCA. Em termos reais nos últimos três anos 37,7% do valor real das empresas brasileiras foi obliterado. Se considerarmos o mês de janeiro até agora (escrevemos no dia 30 de janeiro de 2014) este valor passa de 45%. Para fins comparativos, se observarmos a evolução média anual deste indicador desde 1969, temos que retroceder nada menos que quase três décadas para o governo de José Sarney visando encontrar semelhante devastação.

Presidente	Período		Anos	Ibovespa	
	De:	Até:		Retorno Real Total	CAGR Real
Emílio Garrastazu Médici	30/10/1969	14/03/1974	4,4	36,1%	7,3%
Ernesto Geisel	15/03/1974	14/03/1979	5,0	-50,7%	-13,2%
João Figueiredo	15/03/1979	14/03/1985	6,0	153,0%	16,7%
José Sarney	21/04/1985	14/03/1990	4,9	-77,4%	-26,2%
Fernando Collor	15/03/1990	28/12/1992	2,8	316,6%	66,7%
Itamar Franco	29/12/1992	31/12/1994	2,0	145,1%	56,4%
Fernando Henrique Cardoso	01/01/1995	31/12/2002	8,0	29,0%	3,2%
Luiz Inácio Lula da Silva	01/01/2003	31/12/2010	8,0	292,5%	18,6%
Dilma Rousseff	01/01/2011	31/12/2013	3,0	-37,7%	-14,6%
Total do Período	30/10/1969	31/12/2013	44,2	1133,3%	5,8%

Fonte: Mint Capital, Economática, FGV, IBGE e BVMF

Apostar em empresas, sejam elas de capital aberto ou não, é buscar ser sócio de negócios que se valorizam na medida em que aumentam sua rentabilidade e assim investem mais onde as oportunidades se encontram, gerando empregos, renda e melhorando a qualidade de vida. Como o brilhante economista Roberto Campos, com sua implacável lógica, gostava de repetir, “O lucro de hoje, é o investimento de amanhã e o emprego de depois de amanhã.” Esta afirmação era feita por ele como uma obviedade. De fato, para quem acompanha a evolução de empresas, quando e por que decidem investir para gerar emprego e prosperidade em suas comunidades locais, resultando no crescimento econômico, esta relação é de fato uma simples questão de senso comum. Porém, ao abrir o jornal, principalmente nos últimos três anos, entendemos cada vez melhor a célebre frase de Rui Barbosa, “O senso comum é o menos comum dos sentidos.”

Volatilidade e Oportunidade

Outra frase excelente de Roberto Campos resume bem o que buscamos fazer com a análise descrita nesta parte de nossa carta: “aqueles que não buscam uma perspectiva histórica acabam prisioneiros de uma perspectiva histórica.” Diante de tamanha devastação, tentamos analisar este período sob a ótica da história do Ibovespa, desde 1967 em termos reais. Vamos então examinar o ano de 2013 e o primeiro triênio Dilma Rousseff. Como comentado no início desta Carta, durante o triênio 2011 – 2013, o valor em termos reais do Ibovespa caiu 37,7%, fazendo deste período o terceiro pior da história, considerando os 15 triênios entre 2013 e 1969. Os investidores que permaneceram investidos e “atravessaram a tempestade” tiveram um retorno médio no próximo triênio de 87,1%. Olhando o ano de 2013, que teve um retorno real de -20,2%, observamos 10 anos com retornos piores que este entre os 46 anos desde o início. Na média, o investidor que permaneceu investido, obteve um retorno médio real de 67,3% no ano subsequente. De fato, em períodos longos observamos uma relevante reversão a média. A conclusão embasa o nosso processo de investimento e metas: focamos no longo prazo e aproveitamos as oportunidades que um mercado freneticamente centrado no curto prazo nos apresenta. Com este foco, a Mint Capital obteve um retorno médio anual que superou o do Ibovespa em 14,4% e o do IBrX em 9,2% desde o início em Maio de 2009.

Nosso Desempenho

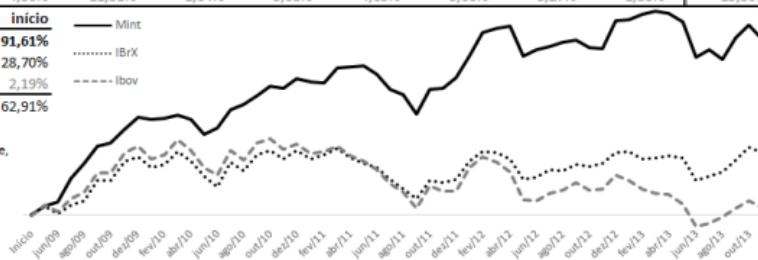
Em 2013 apresentamos uma rentabilidade de -5,34%, contra uma variação do Ibovespa de -15,50% e -3,13% do IBrX. Desde o início, nosso fundo Mint Value FIA, acumula uma rentabilidade de +91,61%, comparada a +2,19% do Ibovespa e 28,70% do IBrX e 175% do CDI. Este é o principal e mais antigo fundo da Mint Capital. Outros fundos com estratégias semelhantes ainda estão em fase final de formatação e captação ou possuem menos de seis meses de histórico com a Mint Capital e desta forma ainda não podemos colocar nesta carta a evolução destes veículos.

Historico de rentabilidade do Mint Value FIC FIA														
	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai ¹	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Mint	2009					4,30%	2,24%	11,96%	6,25%	7,51%	0,98%	5,25%	4,54%	51,51%
IBrX	2009					4,49%	-3,97%	4,98%	1,91%	9,82%	0,35%	8,46%	1,73%	30,53%
IboV	2009					5,54%	-3,26%	6,41%	3,15%	8,90%	0,04%	8,93%	2,30%	36,07%
Mint	2010	-0,73%	0,31%	1,19%	-1,44%	-5,29%	2,33%	6,68%	1,53%	2,99%	3,12%	-0,80%	3,09%	13,23%
IBrX	2010	-4,22%	1,14%	5,21%	-3,70%	-5,98%	-4,71%	11,00%	-3,39%	6,93%	1,67%	-3,26%	3,47%	2,62%
IboV	2010	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,04%
Mint	2011	-0,75%	-0,34%	4,65%	0,14%	0,41%	-2,51%	-4,44%	-1,97%	-6,24%	8,61%	0,43%	3,28%	0,40%
IBrX	2011	-3,49%	2,00%	2,26%	-3,68%	-2,27%	-1,55%	-5,01%	-4,17%	-4,55%	8,84%	-1,06%	1,52%	-11,39%
IboV	2011	-3,94%	1,21%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	-18,11%
Mint	2012	6,63%	6,86%	1,06%	0,56%	-7,89%	1,85%	0,76%	1,32%	0,66%	-2,27%	-0,05%	7,78%	17,53%
IBrX	2012	7,92%	3,85%	-0,23%	-2,48%	-8,26%	0,88%	3,10%	-0,15%	2,78%	-1,06%	1,15%	4,75%	11,94%
IboV	2012	11,13%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%	1,72%	3,71%	-3,56%	0,71%	6,05%	7,40%
Mint	2013	0,31%	1,26%	0,85%	-0,57%	-2,06%	-9,27%	2,21%	-2,91%	6,44%	3,49%	-3,70%	-0,64%	-5,34%
IBrX	2013	0,23%	-2,89%	0,64%	0,78%	-0,87%	-9,07%	1,74%	1,87%	4,98%	5,36%	-2,01%	-3,08%	-3,13%
IboV	2013	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,78%	-4,30%	-11,31%	1,64%	3,68%	4,65%	3,66%	-3,27%	-1,86%	-15,50%

	6 meses	12 meses	24 meses	36 meses	Início
Mint	4,59%	-5,34%	11,25%	11,69%	91,61%
IBrX	8,87%	-3,13%	8,44%	-3,91%	28,70%
IboV	8,53%	-15,50%	-9,24%	-25,68%	2,19%
Diferença Mint-IBrX	-4,28%	-2,22%	2,81%	15,60%	62,91%

¹ Mint Value FIC FIA - Início em 04/05/2009

As rentabilidades informadas acima são líquidas de taxa de administração e performance, e brutas de impostos.



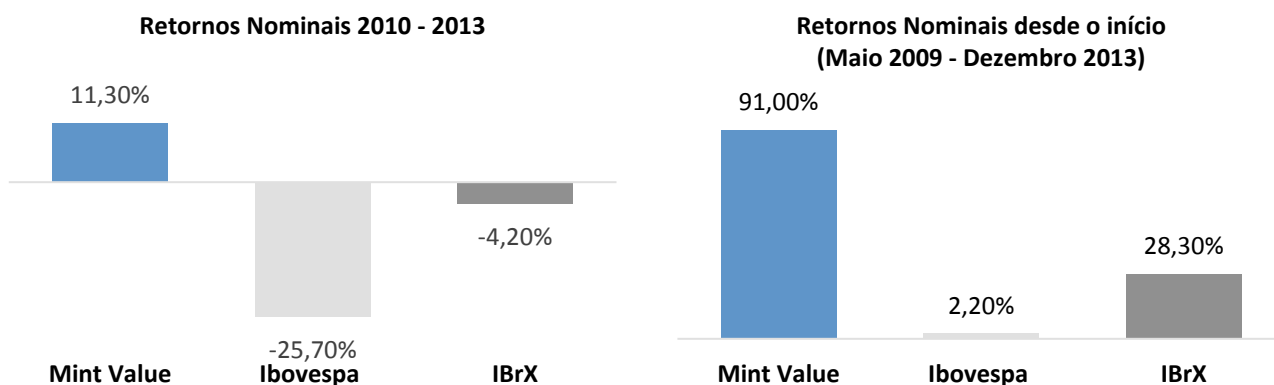
Overview

Certamente não estamos satisfeitos com os resultados entregues para nossos investidores no ano de 2013. Ao mesmo tempo, é sempre importante lembrar que o nosso processo de investimento em ações objetiva o

retorno no longo prazo, que especificamos como entre três e cinco anos. Mesmo considerando o fraco resultado do ano passado, nosso objetivo é entregar retornos consistentes aos nossos co-investidores num horizonte mais amplo de tempo, independente da direção do Ibovespa.

Um interessante estudo revela que dos investidores citados no famoso artigo Os Superinvestidores, analisando sete dos melhores investidores da história no mercado acionário americano, nenhum deles teve retornos superiores ao do índice S&P 500 todos os anos, mesmo tendo obtido durante décadas resultados que foram múltiplos do retorno obtido pelo índice.¹ De fato, seis dos sete investidores tiveram resultados abaixo do índice entre 28,3% e 41,2% do tempo. Em várias ocasiões estes resultados abaixo do índice persistiram por anos consecutivos. Guardadas as devidas diferenças entre o mercado brasileiro e o americano, tanto do ponto de vista macro como microeconômico, observamos a mesma dinâmica aqui. De fato, outros estudos indicam resultados semelhantes em vários mercados acionários internacionais. Sem dúvida, é precisamente a incessante e indevida atenção exclusiva ao curto prazo visando à obtenção de retornos acima de qualquer índice que resulta em oportunidades para investidores como nós. Antes de tudo, entendemos que investimentos em ações demoram anos e não semanas, meses ou trimestres para maturar. Assim constatamos que o sucesso nos investimentos em ações depende de uma visão de longo prazo, com uma abordagem extremamente disciplinada, paciente e comprometida.

Após enfatizarmos o longo prazo, vamos então ver como estão nossos resultados no que denominamos ser o período relevante de análise: de três a cinco anos.



Como ilustrado acima, durante esses quase cinco anos, fomos capazes de entregar resultados sólidos para nossos investidores. Apesar do período de grandes desafios, o desempenho do fundo Mint Value foi de 41,6x o Ibovespa, 3,2x o IBrX e de quase 2 vezes o CDI.

Para nós da Mint Capital, cujo mandato é maximizar ganhos com proteção de capital no longo prazo de nossos co-investidores, reportamos que conseguimos atingir este objetivo. É fundamental frisar que desfrutamos ou amargamos o mesmo resultado que os que nos escolheram para investir suas valiosas economias. Por isso temos co-investidores e não apenas clientes: um percentual muito relevante dos recursos dos sócios está investido nos mesmos fundos. Isto faz parte de nosso DNA. Achamos que esta é a melhor oportunidade para

¹ V. Eugene Shahan, "Are Short Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive? The Hare and Tortoise Problem Revisited", edição de Spring 1986, Hermes Magazine (Revista da Escola de Administração da Universidade de Columbia); Warren E. Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", artigo publicado em 1984.

investirmos nosso capital. Qualquer erro em nossa avaliação e somos os maiores perdedores. É claro que isto garante a sinceridade de nossos argumentos -- mas não a sua validade.²

Investimentos & 2014

Continuamos com uma visão cautelosa a respeito da economia brasileira. O ambiente empresarial deve permanecer com baixa confiança na retomada da economia durante o ano eleitoral de 2014. Apesar das incertezas e preocupações com o ambiente econômico, houve correção significativa nos preços de vários ativos, o que nos leva a ver valor relevante de médio/longo prazo em diversas empresas de nosso portfólio. Reiteramos que o fundamental é conseguir avaliar o que está embutido nos preços dos ativos, o que implica em atingirmos um amplo entendimento fundamental de nosso portfólio, e não apenas apontar as nuvens negras no horizonte. Acreditamos que estes momentos, quando não geram ruptura do modelo e são refletidos nos preços, são os mais recompensadores. Sabemos, no entanto, que esta é uma estratégia solitária: ir contra o consenso quando necessário, ser *contrarian*.

Nosso Portfólio

No final de 2013, nosso portfólio possuía métricas que indicam a qualidade superior de nossas empresas investidas e seu preço descontado. A relação preço/lucro é de 9,1x ou 45% inferior a do IBrX. O preço/valor patrimonial é de 1,4x, menos da metade dos 3,2x do índice. Por outro lado, o nosso retorno com dividendos (*dividend yield*) é de quase 5%, ou 38% acima daquele do índice. As empresas investidas possuem retornos sobre o patrimônio líquido amplamente superiores a média mesmo usando pouca ou nenhuma alavancagem financeira. Em 2013, tivemos 74% da carteira com retornos melhores que o do Ibovespa. Nossa média histórica é de aproximadamente 70%. Destacamos abaixo três casos de investimentos.

EZ Tec

A Ez Tec é uma das construtoras mais rentáveis do país. Na nossa experiência, é raro se observar uma empresa que produz resultados tão amplamente superiores aos seus pares. Mesmo com caixa líquido, a empresa consegue obter retornos patrimoniais acima de 25% com uma invejável consistência. O setor é repleto de empresas com endividamento superior ao seu patrimônio e retornos sobre este abaixo de 10%. Investimos na Ez Tec em 2009 quando sua ação foi fortemente penalizada por não seguir o mercado e se diversificar geograficamente pelo Brasil e não participar do programa Minha Casa Minha Vida, em um clássico movimento irracional dos investidores. De fato, suas amplas vantagens comparativas não estavam reconhecidas em seu preço. Estas decisões se mostraram corretas e a empresa prosperou ao passo que o setor sofreu. Desde o nosso investimento inicial há quatro anos, a empresa se valorizou impressionantes 1270% e permanece na carteira pois ainda vemos elevado potencial de apreciação.

Bematech

A empresa atua no setor de tecnologia de hardware, software e meios de pagamento com foco em automação do varejo e setores hoteleiro e de restaurantes. A empresa é líder em automação para o setor de varejo brasileiro presente em 415K pontos de venda no Brasil, 3K revendas e nos 20 maiores varejistas nacionais. A empresa possui 58% de participação de mercado de impressoras fiscais. Com boa geração de caixa e baixo capex recorrente, a Bematech chamou nossa atenção quando sua ação sofria muito com expectativas negativas, sendo o ano de 2011 o mais difícil desde a abertura de capital (o seu IPO foi feito a R\$ 15 e a ação caiu abaixo de R\$5). Com a baixa contábil de R\$ 69 milhões no 3T11 e menor margem EBITDA desde o IPO, este interessante ativo era negociado a metade do seu valor patrimonial e apenas 4x a sua geração bruta de caixa. A empresa se recuperou e foi o melhor investimento em 2013, tendo se valorizado 65% no ano.

² Estamos parafraseando uma observação feita por Warren E. Buffett na carta semestral não publicada que enviava aos cotistas do seu antigo clube de investimento (*Buffett Partnerships LTD*), antes de comprar a *Berkshire Hathway*. Na carta, datada de 18 de janeiro de 1965, ele escreve, "Eu tenho mais que 80% do meu patrimônio no clube, e a maioria dos membros da minha família também possui percentuais nesta área, mas é claro, isto apenas demonstra a sinceridade de minha visão – não a sua validade." ("*I have over 80% of my net worth in BPL, and most of my family have percentages in that area, but of course, that only demonstrates the sincerity of my view - not the validity of it.*")

Banco do Brasil

Defender a tese de investimentos em banco público no Brasil já não é uma das tarefas mais fáceis e, nos últimos três anos tem ficado ainda mais difícil. Como todos, entendemos e concordamos com as preocupações quanto à qualidade do crescimento da carteira de crédito do banco, (apesar de ver como positivo as recentes declarações do governo quanto a desaceleração do crescimento da carteira), mas já algum tempo vemos uma discrepância muito grande entre o valor do banco e o preço de sua ação. Considerando a participação do Banco na Cielo (28,65%) e na BB Seguridade (66,25%), o banco é negociado a menos que 0,3x do seu valor patrimonial com uma relação preço/lucro inferior a 3x, mesmo oferecendo via dividendos apenas um retorno de 11% e com um excelente retorno sobre o patrimônio líquido de 18%. O banco possui 20% do mercado de depósitos do Brasil sendo o maior do setor em várias áreas de atuação. Apenas para fins de comparação o Itaú e o Bradesco, instituições com gestão de grande competência estão sendo negociados a múltiplos 1,7x e 1,5x o seu valor patrimonial apesar de conseguirem retornos sobre o seu patrimônio líquido semelhantes. Portanto, o nível de deterioração embutido nas expectativas sobre o desempenho futuro do banco e amplamente refletido no preço de sua ação é realmente que a esta instituição com duzentos anos de história está abeira do colapso, o que está muito longe de ser verdade.

A MINT CAPITAL

2013 foi um ano muito importante para a Mint Capital. Após quatro anos de constituição, alcançamos importantes objetivos visando o maior fortalecimento e robustez da empresa.

Em 2013, a Mint foi a primeira gestora brasileira a assinar o Código de Conduta do CFA Institute (*Code of Conduct of the CFA Institute*, uma das mais importantes organizações globais sem fins lucrativos de analistas financeiros e gestores de investimentos com 115 mil membros), reforçando nosso posicionamento em relação à conduta e ética nos negócios.

Este ano evidenciou também a crescente importância que Finanças Comportamentais (*Behavioral Finance*) vem alcançando nos últimos anos. Este avanço foi coroado com a entrega do prêmio Nobel de economia de 2013 para acadêmicos que aprofundaram e fizeram amplas descobertas sobre o impacto de vieses comportamentais na precificação de ativos nos mercados financeiros. Como gestora pioneira em usar esta abordagem em fundos de Investimentos no Brasil, a Mint Capital foi convidada pela FGV (Fundação Getúlio Vargas) – Uma das melhores escolas de negócios do país - a firmar uma parceria para a criação do primeiro Núcleo de Finanças Comportamentais (NFC) do país, do qual estamos muito entusiasmados e felizes em participar e fomentar. Com isso, buscamos ampliar e aprofundar ainda mais o nosso conhecimento sobre o mercado brasileiro, fornecendo ideias e temas para serem pesquisados no NFC que nunca foram abordados com o devido rigor e aplicados ao nosso mercado. Para a FGV, a parceria fornece um embasamento prático essencial para a realização de pesquisas. Estes estudos servirão de base para publicações acadêmicas e seminários conduzidos no Brasil e no exterior. Não apenas a Mint Capital, a FGV e seus alunos se beneficiarão do NFC, mas neste esforço de estender a fronteira comum de conhecimento, todos saem vencedores.

Um outro importante esforço iniciado em 2013 foi o desenvolvimento do conselho consultivo da empresa. Importantes empresários, acadêmicos e executivos do meio financeiro integram nosso conselho.

Em maio de 2014 completaremos cinco anos desde a criação de nosso primeiro fundo. Durante este período, passamos por diversos cenários e situações e continuamos fazendo mais do mesmo, de forma muito disciplinada e comprometida com o nosso processo de investimentos (como sempre reiteramos: acreditamos que os processos podem ser controlados, não os resultados), seguindo nosso mandato de gestão: investimos em empresas lucrativas, boas pagadoras de dividendos, com baixo endividamento e que estão precificadas abaixo do valor intrínseco. Desta forma estamos sempre em busca do que julgamos ser o “santo graal” de nossos investimentos: margem de segurança. Em nossa experiência, as carteiras compostas por esse tipo de

empresas geram retornos amplamente superiores à média no longo prazo. Entendemos que no atual momento, investidores de longo prazo podem colher bons frutos depois de quedas beirando a irracionalidade do mercado. De fato, investidores vendem indiscriminadamente qualquer ativo, os bons e os medíocres. Nosso processo é centrado nos bons ativos visando detectar quando estes estão sendo oferecidos por preços extremamente atraentes.

Agradecemos a confiança em nos depositada. O alinhamento de todos nossos co-investidores com nossa estratégia, compartilhando nosso horizonte de longo prazo e filosofia de investimentos, é fundamental para continuarmos gerando o retorno esperado de nossos investimentos.

Atenciosamente,

Mint Capital

"Nós somos o que repetimos. Excelência não é um ato, é um hábito."

Aristóteles

Contatos

São Paulo

Alameda Jaú, 1717 - casa 5

Jardim Paulista

São Paulo - SP - Brasil - 01420-007

Telefone: +55 (11) 3014 – 5199

www.mintcap.com.br