



Carta Anual aos Co-Investidores

2014

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 Finanças Comportamentais no mercado acionário brasileiro. Buscamos comprar ativos abaixo do valor intrínseco, usando um modelo que nos blinde dos nocivos vieses comportamentais tão presentes no universo de investimentos. Construímos carteira com margem de segurança e evitamos armadilhas de valor, para termos investimentos cujo valor é substancialmente superior ao atual preço de mercado. 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, acreditamos que bons retornos podem ser atingidos, mesmo em condições adversas.

Active Share e a Rentabilidade Superior dos Fundos de Investimento

Muitos investidores desconfiam que os fundos ativos de alta taxa de administração perdem para os fundos passivos de taxa baixa. No entanto, há um grupo de fundos que consistentemente apresentam retornos superiores no longo prazo (embora não em todos os anos). Afinal, quais são as características que os distinguem? Nesta linha, gostaríamos de compartilhar com os nossos investidores um conceito que aos poucos tem sido introduzido no mundo da gestão de recursos – Active Share.

O gestor é ativo? Uma das métricas de avaliação é o Active Share

Active Share não é uma medida de desempenho, mas sim uma medida de grau de atividade do gestor. Tem uma expressão matemática simples e poderosa, cuja fórmula é:

$$Active\ Share = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^n |Peso\ no\ fundo_i - Peso\ no\ índice_i|$$

Onde i é a i -ésima ação da carteira do fundo ou do índice de referência.

Em outras palavras, Active Share é a soma das diferenças entre o peso de uma ação no fundo e o peso desta mesma ação no índice (por exemplo, Ibovespa ou IBX).

Quando o Active Share de um fundo for 0%, este é totalmente passivo, pois a sua carteira é exatamente idêntica ao índice. De forma análoga, se um fundo tiver Active Share de 100%, este tem a carteira totalmente diferente do índice.

Diante desta simples fórmula, já podemos extrair algumas constatações:

- Quanto menor o Active Share de um fundo, mais o gestor terá que ser habilidoso para gerar o retorno, pois ele tem que ser extremamente “certo” na pequena parcela que ele tem fora do índice;
- Se o gestor se posiciona como gestor ativo, mas tem baixo Active Share, preste muita atenção – ele está cobrando taxa de gestão ativa e entregando gestão passiva! (ou no popular “vendendo salmão e entregando sardinha”)

Ah, só para não esquecer, os que cobram como ativo, mas que tem gestão passiva, foram carinhosamente apelidados de “closet indexers”, que vamos tropicalizar como “pseudo-ativos”.

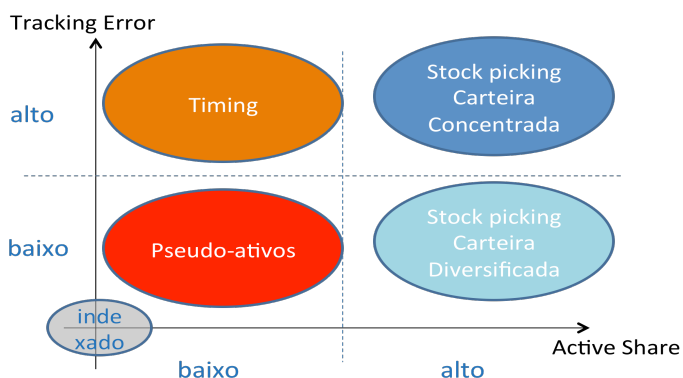
E outras medidas de avaliação de fundos de investimento?

Uma das medidas mais consagradas de atividade é o *Tracking Error*, que mede o desvio padrão da diferença entre rentabilidade do fundo e seu benchmark. Trata-se de um indicador *ex-post*, já que usa histórico para o seu cálculo.

Ou seja, enquanto o Active Share não necessita do histórico, comparando uma “fotografia” da carteira do fundo versus a carteira do índice, o Tracking Error usa o histórico do fundo e do seu benchmark, medindo o quanto o resultado desvia do benchmark.

No seu artigo, Cremers and Petajisto (2009, p. 3331) propõe uma avaliação conjunta do Active Share e Tracking Error para avaliar o estilo do seu fundo:

Active Share	Tracking Error	Estilo
Alta	Baixa	Stock picking - Carteira diversificada
Alta	Alta	Stock picking – Carteira concentrada
Baixa	Alta	Timing
Baixa	Baixa	Pseudo-ativos
Zero	Zero	Indexados



Agora, com certeza você está se fazendo a seguinte pergunta: existe uma regra para a rentabilidade de cada um destes grupos?

O único consenso é que o grupo dos “Pseudo-Ativos” apresenta o pior desempenho de todos, tanto no curto quanto no longo prazo, consistentemente entregando retornos abaixo do índice, pois cobram taxas altas e tem carteira similar aos indexados. No estudo do mercado americano, os Pseudo-Ativos foram definidos como aqueles que têm Active Share entre 20% a 60%.

Nos grupos de alto Active Share, apesar da dispersão de resultados, lá também estão os fundos que consistentemente apresentam resultados acima do benchmark. Ou seja, alto Active Share é condição necessária, mas não suficiente para bom desempenho.

Atualmente, não só diversos gestores de recursos nos Estados Unidos apresentam o seu Active Share nos seus materiais de divulgação, como também vários investidores o usam como um dos critérios na seleção de fundos. Mas, não se esqueça, um fundo com desempenho acima do índice necessariamente tem alto Active Share, mas um alto Active Share não garante um desempenho acima do índice! Para que o fundo seja bom mesmo, diversos outros atributos são necessários. É importante avaliar se a carteira é muito concentrada, expondo-se a muitos riscos específicos; leve também em consideração se a carteira é composta majoritariamente por Small-Cap, que naturalmente leva a desviar dos índices mais comumente usados como Ibovespa e IBX. O mais importante é construir um racional com múltiplos pontos que sejam consistentes e façam sentido econômico.

E o fundo Mint Value?

Pois é, o fundo da Mint Value pertence à categoria “stock picking – carteira diversificada”. O Active Share do fundo Mint Value FICFIA está em 91%, pela carteira de fechamento de 2014 (em relação ao IBX). 49% da carteira é composta por ações fora do IBX.

No nosso processo de investimento, fazemos o nosso stock picking no universo delimitado por empresas com múltiplos baratos, baixa alavancagem, boa margem, recorrência de resultados e privilegiando os bons pagadores de dividendos. Nesta abordagem, compramos um GRUPO de empresas. A carteira tipicamente tem 20 a 25 ações, com as empresas com pesos equilibrados, ou seja, próximos de 5% cada. Eventualmente uma empresa pode ter peso de 2,5% por questões de liquidez. Limitamos também a exposição por setor em 30%, evitando concentração em risco setorial.

Ou seja, construímos a nossa carteira a partir de informações fundamentalistas. Não nos baseamos no índice para decidir o quanto de “overweight” ou “underweight” em determinadas ações. Se uma empresa for ruim na nossa avaliação, a nossa decisão é não tê-la na carteira, ao invés de ter uma posição “underweight”. Isso nos tira a obrigação de olhar simultaneamente para a nossa carteira e a carteira de IBX (famoso “um olho no gato e outro no peixe”), assim como nos dá a liberdade e a coragem de nos expor a empresas que temos confiança que estão sendo negociadas abaixo do seu valor intrínseco.

O alto Active Share nos permite buscar retornos acima dos tradicionais índices de referência, e a diversificação nos oferece o benefício de um Tracking Error menor.

"Se quiser ter performance melhor do que a multidão, você deve fazer diferente da multidão"

John Templeton

Brasil 2014 – Enfim, acabou o ano que não começou

Na carta de 2013, apresentamos a tabela de performance da bolsa brasileira por cada mandato presencial. Nela, o mandato Dilma – até então inacabado – já apresentava o terceiro pior desempenho da história. Agora, com o fim do primeiro mandato, atualizada a tabela, para enfim concluir....

DESTRUIÇÃO DEVASTADORA DE VALOR PARTE II

Presidente	Período			Ibovespa	
	De:	Até:	Anos	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	-6,1%	-1,3%
Fernando Collor	15/03/1990	28/12/1992	2,8	0,1%	0,0%
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	31/12/2014	4,0	-43,6%	-13,3%
Total do Período	30/10/1969	31/12/2014	45,2	1017,8%	5,5%

Realização Estudo: Mint Capital

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

Mint Value FICFIA - Desempenho 2014 e desde o início (maio/2009)

Enquanto Mint Value FICFIA apresentou um retorno de 70,1% acima de Ibovespa e 45,4% acima de IBX desde o início. Em 2014 tivemos um desempenho aquém do benchmark. Ficamos com retorno de -10,9% no ano, enquanto Ibovespa foi de -2,9% e IBX foi de -2,8%.

Não estamos satisfeitos com o resultado no ano. No entanto, sabemos que o *Value Investing* não implica em resultados superiores ao benchmark todos os anos. Sabemos também que os melhores fundos, tanto do Brasil como no exterior, apresentam desempenho abaixo do índice, 1 em cada 4 anos, na média.

Este é o primeiro ano desde início que tivemos resultado abaixo do Ibovespa.

Tivemos e temos na carteira um grupo de empresas que estão muito depreciados não só em relação ao histórico da própria empresa, como em relação aos seus pares no mercado. Acreditamos que o mercado convirja para o preço justo, de modo a refletir seu múltiplo histórico. Os mercados, setores e empresas passam por ciclos de euforia e ostracismo. A paciência, coragem e disciplina é que fazem com que possamos extrair valor deste ciclo.

“O preço é o que você paga, mas o valor é o que você leva” (Warren Buffet). Pagamos barato por este grupo de empresas, e teremos como retorno o valor que levamos.

Nosso Portfólio

No final de 2014, nosso portfólio possuía métricas que indicam a qualidade superior de nossas empresas investidas e seu preço descontado. A relação preço/lucro (P/E) da nossa carteira é de 6,9x contra 13,4x do IBR. O nosso retorno com dividendos (Dividend Yield) é de quase 7,4% contra 4,4% do índice. As margens líquidas são substancialmente superiores. Veja a lâmina com estas métricas relevantes no final da carta.

Destacamos abaixo alguns casos:

Especificamente no setor imobiliário, nossas posições vêm sofrendo com a alta dos juros e o cenário macro econômico de desconfiança, temos na **Helbor (HBOR3)** uma incorporadora pura com um dos melhores históricos de rentabilidade e crescimento num setor desafiador. Não possui dívida corporativa (ou seja, dívida líquida total abaixo de recebíveis do Sistema Financeiro de Habitação). Apresenta também, ROE médio de 25% nos últimos 4 anos, P/E de 4x e Dividend Yield de 8%, o mais elevado do setor.

Atualmente está sendo negociada a P/BV de 0,75x. Mesmo com cenário difícil para o setor, esta empresa Premium se tornou um bom investimento. No Setor Imobiliário temos também posições em Cyrela, Direcional e Eztec.

No Setor Elétrico, mesmo incorporando a perda das concessões de geração após a desastrosa MP 579, a **Cemig (CMIG4)** está amplamente descontada. Com P/E de 5x 14E (que deve subir para 8x em 2016 com provável perda das concessões), Dividend Yield de 15% até lá e operando concessões por liminar, temos um ativo rentável, com amplo pagamento de dividendos e margem de segurança. Estamos atentos para o risco político com Pimentel em Minas.

Já no setor Industrial de Transporte Rodoviário, acreditamos que a **Randon (RAPT 4)**, que caiu 45% em 2014, reflete pessimismo exagerado por parte dos investidores. A Randon é líder no segmento de implementos rodoviários no Brasil e também em autopeças para caminhões. Estes setores têm sido profundamente afetados pela queda da atividade econômica no país, originado pela redução do financiamento do BNDES e aumento do seu custo. Isto está precificado, com bom ROE de 15,5% em 14E (sendo o histórico > 17%), endividamento crescente, mas em patamares razoáveis (razão Dívida Líquida/Ebitda ex-banco de 1,6x). Sendo negociada a apenas 6x P/E 14E e 4,3x EV/Ebitda 14E, temos um upside estimado para a ação de 114%. Isto começará a ser refletido no preço quando a economia mostrar sinais de estabilidade/recuperação.

Tivemos um bom ano de investimentos no setor bancário, nossa maior exposição setorial, com 24% em Dezembro de 2014. Todas as nossas quatro posições trouxeram retornos positivos para o fundo, com destaque para o investimento na **Itaúsa** (95% do valor da Itaúsa está no Banco Itaú, mas com desconto de holding de 20%). Este investimento apresentou retorno de 20% no ano. O Banco Itaú sempre impressiona pela sua elevada rentabilidade e consistente crescimento (nem precisamos mencionar sobre sua posição de liderança). Com queda em seu ROE para patamares de 17%, uma oportunidade de investimento se materializou quando P/BV foi para 1,6x no meio de 2013 e início de 2014. O Itaú recuperou sua rentabilidade mais rápido que o esperado e ROE atingiram patamares superiores a 22%. Ainda observamos potencial adicional de alta com 9x P/E 14E e Dividend Yield de 3,6%.

* 14 E – estimativa para 2014

“Comprar quando outros estão desesperadamente vendendo e vender quando outros estão euforicamente comprando exige a maior coragem, e oferece o maior retorno”

John Templeton

BRASIL: Caro ou Barato?

O que mais se tem dito ou especulado por aí é sobre a situação atual da bolsa brasileira. Para uns, a pior bolsa do mundo, para outros, uma grande oportunidade – daquelas que aparecem poucas vezes na vida – para os próximos anos. Mas afinal, Brasil está caro ou barato?

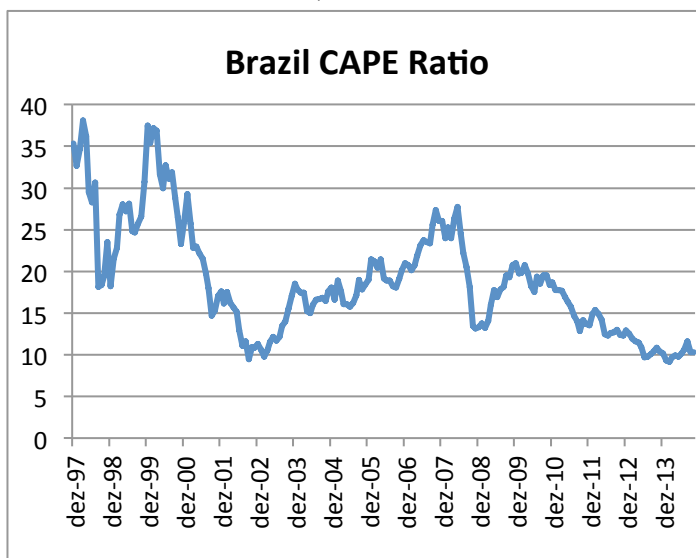
Prof. Robert Shiller, da Universidade Yale e ganhador do Prêmio Nobel de Economia de 2013, inventou o CAPE (Cyclical Adjusted Price Earning Ratio ou P/E com Ajuste Cíclico), conhecido como “*CAPE de Shiller*”, para medir a valorização do mercado. O CAPE é a relação entre preço e lucro das empresas que compõem o índice, no entanto, em vez de usar o lucro do último ano, usa-se a média de lucro anual em termos reais dos últimos 10 anos, de forma a suavizar a sazonalidade dos lucros e permitir uma comparação de longo prazo.

O CAPE é um indicador de avaliação de mercado mais razoável do que a relação P/E porque usa o lucro de longo prazo. Quanto mais alto o CAPE, mais caro está o mercado acionário.

Atualmente, as ações brasileiras estão sendo negociadas a um preço ajustado ciclicamente (CAPE) de 10,3x (gráfico ao lado). Comparado com alguns países do mundo, por exemplo, o mercado de ações dos Estados Unidos, está negociando hoje a um CAPE de 27x. Já México, Peru e Colômbia têm um CAPE hoje acima de 19x.

Embora as medidas de avaliação baseadas no CAPE de Shiller tenham limitações, o histórico ilustra que o investimento nos países "mais baratos" possui uma vantagem de desempenho substancial sobre carteiras que são fortemente inclinados para os mais populares (e, portanto, caros).

O Brasil esta vivendo hoje seu segundo pior momento dos últimos 60 anos. Somente em 15% do tempo o Brasil teve CAPE inferior ao atual. Nossa média de CAPE é 16x (contra 10x atual). O mercado acionário brasileiro está vivendo um momento de preços extremamente baixos em relação às suas próprias médias históricas, quanto ao resto do mundo.



Volatilidade e Oportunidade

*“A Economia Real se baseia na lei da oferta e da procura.
O Mercado financeiro, na lei do enfarte e da loucura”*

Roberto Campos

A ansiedade é uma resposta completamente natural para esse momento. Agindo sobre as emoções, porém, podemos acabar fazendo-nos mais mal do que bem.

Para todos que podem ter algum tipo de ansiedade com essa grande volatilidade do mercado, aqui estão quatro lembretes simples*:

1. Suposições são frágeis

Lembre-se de que os mercados são imprevisíveis e nem sempre reagem da forma como os especialistas prevêm. Quando os bancos centrais relaxaram a política monetária durante a crise de 2008-09, muitos analistas alertaram um aumento de inflação. Ocorreu o oposto - os bancos centrais se preocupando com a deflação. Não podemos esquecer também quando os analistas e especialistas precificavam a OGX como a Nova Petrobras e o futuro do país. O fim da historia, todos conhecem...

2. Alguém está comprando.

Sair do mercado de ações quando os preços estão caindo é como fugir de uma promoção. Os preços foram descontados para refletir um risco mais elevado, que é outra maneira de dizer que retornos esperados são mais elevados. E enquanto as manchetes da mídia proclamam que "os investidores estão se desfazendo de ações", lembre-se que alguém esta comprando. Essas pessoas são muitas vezes os investidores de longo prazo.

3. Market timing é difícil.

Recuperações podem vir tão rapidamente e tão violentamente como a correção anterior. Por exemplo, março 2009, quando o sentimento do mercado estava em seu pior, o S&P 500 virou e engatou

sete meses consecutivos de ganhos, totalizando quase 80% de alta. Este é um lembrete dos perigos para os investidores de longo prazo de realizar perdas, pagando pelo risco, sem ficar esperando para a recuperação.

4. Nada dura para sempre

Quando o mercado passa por períodos de picos e vales, ou seja, grandes altas ou grandes baixas, é natural que ambos os períodos cheguem ao fim. Em períodos de tempo, observamos uma relevante reversão a média.

5. Disciplina é recompensada.

A volatilidade do mercado é preocupante, sem dúvida. Mas através da disciplina, a diversificação, e entender como funcionam os mercados, a jornada pode ser feita de forma suportável. Em algum momento, o valor re-emerge, apetites de risco despertam, e para aqueles que reconheceram as suas emoções sem agir sob elas, alívio substitui a ansiedade.

Neste ambiente de alta volatilidade do mercado, temos sido criteriosos e procurado justamente por oportunidades de investimento que julgamos atrativas por estarem com relevante desconto para o valor que achamos justo e apresentarem retornos interessantes num horizonte de investimento de longo prazo.

A nossa carteira selecionou ações depreciadas em relação ao resto do mercado, com um grande potencial de valorização. Enfim, para fazer bons investimentos, é necessário "comprar na baixa", tanto em relação ao momento como em relação à seleção de ações.

Somos gratos pela sua confiança durante estes anos e estamos focados e dedicados para trazer excelentes resultados no tempo.

"Grandes investidores não são desprovidos de emoção, mas sim de emoção inversa – eles se preocupam quando o mercado está em alta e se sentem bem quando todos estão preocupados."

Bill Miller

Atenciosamente,
Equipe Mint Capital.

*Dimensional Funds

