



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela IP Capital Partners, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela IP Capital Partners a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela IP Capital Partners utilizam 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A IP Capital Partners não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

As cotas do IP Fund SPC não são registradas na CVM e não podem ser oferecidas, distribuídas, resgatadas ou transferidas no Brasil.

IP-Participações / IP-Value Hedge	04
Aleatórias	14
Performance	17
Informe IP-Participações	17
Informe IP-Value Hedge	19
Principais Características	21
Informações Complementares	22

# IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

As principais contribuições positivas em 2017 vieram dos investimentos em Berkshire Hathaway (alta de 21,6% em 2017), Itaúsa/Itaú (+37,8%), Amazon (+55,9%), Alphabet (Google, +35,6%), B3 (+40,9%) e Wells Fargo (+13,2%). Além disso, tivemos contribuições positivas menores de Apple (+48,5%), Danaher (+20,0%), Energisa (+50,5%), Anheuser-Busch InBev (+9,7%), Thermo Fisher (+35%), Goldman Sachs (+7,7%) e Nike (+24,7%).<sup>1</sup> As últimas três já foram encerradas.

Uma das poucas contribuições negativas – a única relevante e de longe a maior – foi Panvel. Após forte valorização em 2016 (+132,2%), as ações ordinárias tiveram queda de 40% em 2017, impactando em cerca de -5,5%<sup>2</sup> a cota do fundo IP-Participações<sup>3</sup> no ano.

## PANVEL (DIMED)

É interessante notar que apesar da queda das ações em 2017, a valorização acumulada de Panvel nos dois últimos anos foi de 39%. Além disso, a volatilidade no preço das ações contrasta com a baixíssima volatilidade do negócio em si, que apresenta resultados consistentes e crescentes.

Como comentamos em outros relatórios, embora a iliquidez e a maior volatilidade resultante das ações sejam um incômodo para nós, não é um impeditivo para participarmos da evolução da companhia. É um ativo de qualidade, com alta previsibilidade e um crescimento que se dará por muitos anos. Além do

que, há sempre a possibilidade da baixa liquidez ser atenuada no futuro.

O IP-Participações acumulou 38,7% de retorno nos anos de 2016 e 2017. Como um exercício teórico, se pudéssemos suavizar o efeito da volatilidade das ações de Panvel nesses anos, o fundo teria subido 17,8% em 2016 e novamente 17,8% em 2017, ao invés de 22% e 13,8%, respectivamente.

A boa notícia é que começamos o ano de 2018 com as ações novamente negociando em um patamar bastante atrativo. A R\$400 por ação, a empresa negocia a um múltiplo de vendas estimado de apenas 0,75 para 2018 – assumindo um crescimento real de vendas em linha com o que a empresa tem apresentado nos últimos anos.

## PORTFÓLIO

Com a valorização dos mercados nos últimos meses de 2017, continuamos a realizar pequenas vendas – o que não tem ocorrido sem alguma hesitação da nossa parte.

Tem sido um enorme prazer assistir e participar da criação de valor de empresas como Alphabet (Google), Amazon, Itaúsa/Itaú, Berkshire Hathaway, Danaher, B3, Energisa, entre outras. Por outro lado, nossa sensação é de que os preços andaram à frente da criação de valor em alguns casos. Como resolver esse dilema? Vender muitas vezes também é arriscado. Basta imaginar o arrependimento do investidor que há 10 ou 20 anos

<sup>1</sup> Retornos em dólares para empresas no exterior e reais para empresas no Brasil.

<sup>2</sup> Contribuição total das ações ordinárias e preferenciais.

<sup>3</sup> As ações de Panvel fazem parte apenas do portfólio do IP-Participações.

era acionista de Berkshire Hathaway, Amazon, Ambev, Souza Cruz ou Itaú e que tenha decidido vender todas as suas ações porque “ficaram caras”.

Nosso erro mais frequente e custoso ao longo do tempo tem sido vender investimentos em negócios excepcionais cedo demais. As empresas que são realmente especiais costumam com frequência surpreender positivamente e criar mais valor do que usualmente nós – e boa parte do mercado – conseguimos antecipar. Ao longo dos anos, portanto, temos ajustado o ritmo das reduções mais relevantes para que ocorram apenas quando os preços de mercado de fato compensem esse “risco”.

No final das contas, buscamos o equilíbrio. Com os mercados dando sinais de aquecimento maior do que o normal, nosso temperamento mais conservador acaba prevalecendo. Temos lentamente reduzido alguns investimentos, aumentado o caixa dos fundos e gasto ligeiramente mais com *hedges* para uma queda maior dos mercados.

Não tomamos decisões de investimento baseadas em questões macro, mas como investidores de longo prazo, sabemos que os mercados são cíclicos e sujeitos a choques de tempos em tempos. Sendo assim, é útil tentarmos medir a “temperatura da água”.

Alguns sinais:

- 9º ano consecutivo de retorno positivo do S&P500.  
E que ano: +21,83%.

- Quase uma década de estímulos monetários dos principais bancos centrais do mundo, com direito a juros reais negativos e alguns trilhões de dólares injetados nos mercados.
- Custo de captação para empresas no mundo desenvolvido nas mínimas históricas. Negócios ruins tendo acesso a capital barato. “Bombas” mais à frente?
- Banco Central Suíço gerindo um portfólio de quase US\$800 bilhões de dólares em títulos e ações. Reporta um lucro de US\$55 bilhões em 2017 – cerca de 8% do PIB da Suíça.
- Empresário japonês capta US\$70 bilhões para um fundo de US\$100 bilhões para investir em empresas emergentes de tecnologia. Já planeja um segundo fundo de mais US\$100 bilhões.
- Segundo pesquisas<sup>4</sup>, pouco mais de 3 em cada 10 trabalhadores na Coreia do Sul já “investiram” em alguma criptomoeda.
- Oscilações diárias nos preços das criptomoedas na ordem de 5%, 10%, 20% e até 30%.
- Mais de US\$600 bilhões de dólares de valor de mercado das dezenas de criptomoedas.
- Empresa que vende sutiãs muda de nome para “The Crypto Co” e sua ação sobe de US\$10 para US\$575, atingindo mais de US\$10 bilhões de valor

<sup>4</sup> <https://news.bitcoin.com/31-of-south-korean-workers-are-cryptocurrency-investors/>

# IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

de mercado. Depois despenca em um dia 98% para US\$11.

- Preços de obras de arte batem recordes e são vendidos por centenas de milhões de dólares.
- Grande maioria dos índices de ações de mercados emergentes negociando próximos das máximas históricas.

A mensagem acima é clara: o mundo nadou em ampla liquidez por um bom tempo, o que impactou direta e indiretamente os preços de ativos. E isso possivelmente começará a ser desfeito. O banco central americano já começou o processo de subir os juros e agora passará a retirar liquidez dos mercados – ao invés de injetar como vinha sendo o caso. O banco central europeu indica querer seguir o mesmo caminho em 2018. Se a ampla liquidez teve impacto tão positivo nos preços dos ativos, qual será o tamanho do vento contrário caso isso seja de fato revertido?

A reforma tributária de Trump, por outro lado, irá impulsionar os resultados das empresas americanas – o que é um vetor favorável para suas ações. Isso é uma boa notícia para os investimentos em Berkshire Hathaway e Wells Fargo, não só pelos menores impostos que pagarão, mas pelos possíveis efeitos secundários da reforma (juros um pouco mais altos?). De qualquer forma, temos dúvidas sobre a sustentabilidade dos cortes de impostos em prazos mais longos e, portanto, somos cautelosos ao contar com esse benefício nas nossas estimativas.

Nossos investimentos em empresas brasileiras, como Itaúsa/Itaú, Energisa, B3 e M. Dias Branco, continuam a apresentar bons resultados e a negociar a preços razoáveis. Apesar disso, continuamos a moderar o entusiasmo que temos com ativos no Brasil quando encaramos a dura realidade do país. Ainda há muito a ser feito para recolocar o país nos trilhos – e muitos riscos e incertezas que não sumirão tão cedo – o que na vasta maioria dos casos não é refletido nos preços.

## CONCLUSÃO

Apesar do tom ligeiramente mais cauteloso do relatório, estamos muito satisfeitos com nossos investimentos. Uma das vantagens de investir em companhias realmente superiores é que elas estão acostumadas a superar os eventuais obstáculos.

Abaixo discutimos em maiores detalhes uma das companhias que fazem parte dos nossos fundos há alguns anos: Danaher.

\* \* \*

## DANAHER

*“When I heard, I said Dana-who? We all had misgivings. A US company with no experience in medical instruments; if they bought us, what could they possibly add? All the prejudices about American management style surfaced; brash, political, short-term view, only interested in profits. I heard about the Danaher Business System and*

*thought, this might be real, or it could just be a public relations stunt. We were in for a big surprise.*

*They took much the same approach as the rest, but a number of things stood out. First, they wanted to talk to customers; this made a lot of sense to us. Then, they insisted on walking the floor of our factories. This we couldn't understand. What did they know about manufacturing medical equipment? We also saw Danaher's CEO, Larry Culp, take a very intense and personal interest in the details of our business. And then there were the questions; endless questions; ten times more than anyone else. The level of due diligence was impressive.<sup>5</sup>*

***Peter Kürstein, presidente da Radiometer –  
empresa adquirida pela Danaher em 2003***

Alguns dos nossos clientes têm a mesma reação quando falamos de Danaher: “Dana-who”? Embora seja um nome desconhecido, seus produtos são essenciais e estão bem presentes na vida das pessoas – em sua maioria de forma indireta, como veremos mais à frente.

Nesse relatório, decidimos contar um pouco mais do modelo de negócios da Danaher e do porquê de investirmos na companhia. Em poucas palavras, a Danaher é uma companhia que oferece uma combinação rara de atributos positivos: (i) negócios com elevada barreira à entrada, (ii) pouco cíclicos, (iii) geridos sob uma forte cultura de excelência

operacional, (iv) com visão de dono, (v) que oferecem boas oportunidades de reinvestimento do capital (via M&A) e (vi) com baixo risco de sucessão.

Mas afinal, o que é a Danaher? Assim como a Ultrapar e a Berkshire Hathaway, a Danaher é uma holding detentora de diversas empresas. No entanto, ao contrário desses dois exemplos, a companhia concentra seu portfólio nos ramos científico e tecnológico, em produtos e serviços que carregam elevada propriedade intelectual.

Atualmente, a Danaher possui um faturamento de US\$ 18 bilhões e lucro<sup>6</sup> de US\$ 2,8 bilhões (ambos de 2017). Emprega 62 mil pessoas e seu valor de mercado gira em torno de US\$ 69 bilhões.

A *holding* se organiza em cinco plataformas de negócios. Cada plataforma se ramifica em quatro companhias, em média, geridas de forma autônoma uma das outras. Todos esses negócios são número 1 ou 2 em fatia de mercado nos seus respectivos segmentos de atuação. Todos eles também são negócios B2B, essencialmente de nicho e pouco intensivos em capital fixo e capital de giro<sup>7</sup>. Praticamente todo excesso de caixa gerado nesse conjunto de companhias é convertido em novas aquisições para o grupo, num modelo similar ao da Berkshire.

Como pode-se observar a seguir, as cinco plataformas da Danaher são: *Life Sciences, Diagnostics, Water Quality, Product ID e Dental*.

<sup>5</sup> Fonte: HBS Case Collection – Radiometer, 2013. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=47742>

<sup>6</sup> Ajustado pelas amortizações de intangíveis, oriundas das aquisições passadas.

<sup>7</sup> A conversão de lucro líquido ajustado e o fluxo de caixa da companhia gira ao redor de 100%.

# IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE



Não tomaremos o tempo do leitor explicando todas essas companhias, mas destacamos algumas características que tornam seus negócios excepcionais:

- **A maioria dos negócios se encaixa no modelo 'razor-razorblade', o que aumenta a fidelidade do cliente ao fornecedor.** Vejamos o caso da Beckman Coulter, da plataforma de *Diagnostics*. Quando você realiza um exame de sangue na Dasa, Fleury ou Hermes Pardini, é bem provável que ele seja processado em uma das máquinas da Beckman. Quando esses três clientes compram o seu equipamento, eles passam a também comprar diariamente os reagentes vendidos pela companhia para processar os exames.
- **A alta complexidade de alguns processos produtivos dificulta a troca de fornecedor:** Na produção de medicamentos biológicos, como vacinas e anticorpos monoclonais, é necessário

o uso de filtros sofisticados de porosidade microscópica em diversas etapas do processo produtivo<sup>8</sup>. A Danaher é líder de mercado no suprimento desses filtros por sua subsidiária Pall Corp. Por se tratar de uma produção extremamente complexa – de organismos vivos – não só o medicamento como o processo produtivo têm que ser patenteados e aprovados pelos órgãos reguladores, o que serve como barreira importante de entrada para competidores.

- **Por volta de 2/3 do portfólio da Danaher é voltado ao setor de saúde, que possui tendência secular de crescimento de longo prazo:** A Radiometer por exemplo, citada no início do relatório, é líder no suprimento de equipamentos e reagentes para a realização de um exame bem específico: a análise dos gases do sangue. Por meio dele é possível saber se o paciente está com algum problema grave, como insuficiência respiratória ou hiperventilação, ou até mesmo

<sup>8</sup> Através deles todos os resíduos dentro da estrutura celular são removidos, para que sobrem apenas as moléculas destinadas a combater a doença em questão.

verificar rapidamente se o metabolismo e o pH do sangue do paciente estão em níveis adequados. Outros equipamentos da Radiometer permitem também que hospitais realizem rápidos exames para saber a propensão de um paciente a ter um ataque cardíaco.

- **Os produtos citados acima são indispensáveis e representam uma parcela baixa do custo final do serviço ou produto oferecido pelos seus clientes, o que favorece suas margens. Há outros exemplos com essa característica:**

- Na plataforma Dental, a Danaher é a 2ª maior fornecedora do mundo de produtos e serviços odontológicos. Boa parte dos instrumentos e materiais usados pelos dentistas são fornecidos pelas subsidiárias da Danaher: brocas, cadeiras para pacientes, flúor, material de restauração, aparelho de dente, implantes dentários, equipamentos de imagem, entre outros. Ao contrário dos materiais médico hospitalares, que representam uma boa parte dos custos de um hospital, os materiais dentários não chegam a representar 10% dos custos operacionais de uma clínica odontológica.
- Assim como outras grandes marcas, a Coca-Cola, com inúmeros engarrafadores e fornecedores espalhados pelo mundo, precisa assegurar que todas as suas latas

de refrigerante sejam produzidas com a mesma tonalidade de vermelho, onde quer que atue. Para isso, ela terceiriza o controle e a especificação desse processo para duas subsidiárias da Danaher: a Pantone e a X-Rite. É um trabalho importante para a marca, mas insignificante para o custo final do produto.

Aliado a esses negócios excelentes, a Danaher possui também um grande diferencial: o seu sistema de gestão – o Danaher Business System (DBS). O DBS nada mais é do que uma grande coleção de melhores práticas. É uma espécie de manual de como gerir o negócio da forma mais eficiente possível.

O DBS nasceu com DNA japonês, herdado do modelo Toyota de produção. Numa época em que os japoneses davam um baile nos americanos em matéria de produtividade fabril, a Danaher decidiu copiá-los e abraçou conceitos como *lean manufacturing* e kaizen (melhoria contínua). Com o passar dos anos, aperfeiçoou e difundiu essas ferramentas para outras áreas dentro da organização. Criou também uma forte cultura baseada em fatos e dados. Para os gestores da Danaher, o DBS é o maior ativo e a principal vantagem competitiva da companhia.

Com o DBS, a fórmula da Danaher tem sido repetitiva: “adquira bons negócios de nicho, aplique o sistema DBS e melhore seu resultado operacional no decorrer dos anos”. O caso da Radiometer é um bom exemplo: sua margem operacional saltou, aproximadamente,

de 20% em 2003 para 30% em 2017, ao mesmo tempo em que o crescimento da receita e os ganhos de *market share* aceleraram.

Na integração e extração de eficiências, o DBS possui metodologias interessantes que buscam catequizar os funcionários da companhia adquirida. Uma delas chama-se *“value stream mapping”*. Nas primeiras duas semanas após a aquisição da Radiometer, por exemplo, os 40 principais executivos da companhia foram divididos em 5 grupos. Cada grupo recebeu a missão de analisar as etapas da cadeia de suprimentos e de produção de um dos seus produtos, para depois discutirem potenciais ineficiências. Novamente nas palavras de Peter Kürstein, a surpresa foi grande:

*“I was truly amazed; my component took 18 days to go through the plant and yet it only took 21 minutes to make. There was waste everywhere! By laying out the process so everyone could see what was going on, we could dramatically reduce the number of production planners and information systems and just get the job done. We took the cycle time down from 18 days to 4. I was born again lean! I see waste everywhere now.”<sup>9</sup>*

Pode um modelo de gestão ser uma vantagem competitiva irreplicável? O que dizer de todos os livros de estratégia e negócios que dizem o contrário? Os sistemas de gestão de outros conglomerados não possuem nível de excelência comparável? Claramente existem outras empresas no mundo fazendo coisas parecidas – comprando negócios com inteligência e

melhorando sua performance operacional – então o que faz da Danaher um caso especial?

Uma diferença importante está na sua origem. O DBS nasceu dois anos depois da formação da Danaher, em 1986. A história da empresa e do seu sistema de gestão se confundem. O DBS surgiu da necessidade de sobrevivência, numa época em que os negócios iniciais detidos pelos fundadores – Steven e Mitchell Rales – eram piores do que os atuais. O primeiro negócio a sofrer as transformações do DBS, por exemplo, foi uma empresa de freios de caminhões<sup>10</sup> detida pelo grupo. Sem eficiência e produtividade nos seus primeiros anos, dificilmente a Danaher teria conseguido levantar voo e se tornar a máquina de geração de valor que é hoje.

Em contraste ao DBS, a absoluta maioria dos outros sistemas de gestão nasceu depois da companhia ter atingido massa crítica. Surgiram com outra necessidade: colocar ordem na casa, extrair eficiência das aquisições realizadas e ter um padrão de integração para aquisições futuras. Os sistemas mais famosos que conhecemos: o da Honeywell (Honeywell Operating System), da United Technologies (Achieving Competitive Excellence), e da Thermo Fisher (Practical Process Improvement), compartilham essas características.

Por essa diferença de ponto de partida, a Danaher soube capitalizar dois benefícios que colocam o

<sup>9</sup> Fonte: HBS Case Collection – Radiometer, 2013. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=47742>

<sup>10</sup> Jacobs Manufacturing Company

DBS em nível superior ao dos demais: profundidade e padronização.

**Profundidade:** Por ser um método de gestão com mais de 30 anos de existência, uma característica do DBS que salta aos olhos é o seu grau de profundidade. Enquanto a maioria dos outros sistemas focam em melhorias de produtividade e expansão de margem – tipicamente aplicando conceitos difundidos pelas empresas de consultoria mundo afora<sup>11</sup> – na Danaher, absolutamente tudo é executado por metodologia e processo com selo DBS: RH, vendas, logística, R&D, gestão de capital de giro, controle de orçamento, planejamento estratégico, treinamento de lideranças, resolução de problemas, erros de gestão, lições aprendidas, etc. No DBS existe até mesmo um treinamento voltado para a melhor forma de abordar as empresas alvo de aquisição – técnica essa chamada de *cultivation*. De tanto adquirir companhias, os líderes da Danaher sabem bem que nem sempre o fator preço é a variável chave para se fechar um bom negócio.

**Padronização:** Mesmo possuindo uma quantidade elevada de negócios distintos, em todas as fábricas da Danaher é possível observar uma harmonia operacional guiada pelo DBS. Um gerente de uma das subsidiárias de *Water Quality* é capaz de rapidamente entender o funcionamento de um fábrica de *Diagnostics* do grupo. Todos os principais fluxogramas, relatórios gerenciais e KPIs<sup>12</sup> são rigorosamente

homogêneos. É claro que há também padronizações nos outros conglomerados, mas os cacoetes e legados das empresas adquiridas muitas vezes co-existem com os atuais modelos de gestão.

Outro traço marcante de padronização cultural do DBS é a presença dos altos executivos na *gemba* – que em japonês quer dizer “local real”<sup>13</sup>, seja ele o chão de fábrica, a central de pós-vendas, o call-center ou a área de desenvolvimento de novos produtos. Para atender ao DBS, o corpo executivo precisa estar fora de suas salas e presente onde a execução de fato acontece.

Por possuir um patamar tão alto de eficiência e uniformidade, a companhia possui uma outra característica peculiar, bem resumida por um ex-diretor da companhia:

*“A Danaher não é uma corporação. É uma federação de empresas, atuando de forma descentralizada, com líderes gerindo os seus negócios sob o mantra do DBS. Os gestores locais têm autonomia para administrar os seus negócios (autonomia até para adquirir empresas de pequeno porte), mas tudo tem que ser planejado, gerido e monitorado sob os princípios do DBS.”*

Desta forma, o DBS atua também para atingir um equilíbrio produtivo em um dos dilemas inevitáveis em companhias de grande porte: o conflito entre centralização e descentralização do processo de tomada de decisão.

<sup>11</sup> Accenture, McKinsey, BCG, Bain, etc.

<sup>12</sup> Key Performance Indicator.

<sup>13</sup> Ou também “o lugar onde a virtude ou a verdade é encontrada”.

Toda companhia sabe que se centralizar demais a tomada de decisões corre o risco de burocratizar e alienar a linha de frente dos negócios. Por outro lado, se der muita liberdade nas pontas pode também acabar perdendo controle e produtividade. Grandes conglomerados como GE e ABB já erraram nesse sentido. Um para o lado da centralização e o outro para a descentralização, respectivamente. Por calibrar isso de forma engenhosa com o DBS, a Danaher tem um funcionamento muito mais eficiente do que outros conglomerados.

Profundidade, padronização e equilíbrio centro vs. periferia são o que tornam o DBS um sistema único de geração de valor e um ativo bem difícil de ser replicado pelos seus pares.

### Vamos às más notícias

Ao longo da história da Danaher, principalmente sob a gestão do ex-CEO Larry Culp, a companhia habilmente procurou focar a sua máquina de M&A em negócios de fato excelentes, em setores resilientes e que oferecem crescimento estrutural de longo prazo. Em 2015, sob a gestão do atual CEO Tom Joyce, a companhia tomou outra boa decisão ao se dividir em duas: (1) a Danaher atual, focada em negócios científicos e tecnológicos e a (2) Fortive, voltada para negócios com perfil mais industrial.

Após o *spin-off*, a Danaher ficou com um negócio muito menos cíclico, com 65% de receita gerada

por produtos “consumíveis” (com recorrência de compra pelos clientes) e somente 35% da venda de equipamentos. Isoladamente, isso é ótimo. O problema é que em nichos de negócio excepcionais há muitas vezes também outras empresas excepcionais. E como a beleza do negócio serve para todas, não é tão fácil roubar mercado das incumbentes. Na nova Danaher – científica e tecnológica – a companhia tem mais negócios em que é a número 2 de mercado do que a número 1.

Na plataforma de *Life Sciences*, por exemplo, a Danaher tem uma briga dura com o peso pesado do setor: a Thermo Fisher (principalmente na disputa por aquisições). Em *Diagnostics*, a Roche é líder de mercado<sup>14</sup> e seus resultados têm sido melhores do que os da Danaher nos últimos anos. Em Dental, existe um player grande, a Sirona Dentsply, e dois de nicho que também dão muito trabalho – a Straumann (líder em implantes dentários) e a Align Technology (e seu revolucionário aparelho corretivo Invisalign).

Outro ponto que é tanto risco quanto oportunidade para a Danaher – e para o setor de fornecedores de equipamentos de saúde como um todo – é a crescente importância da China. Apesar de representar apenas 10% das vendas consolidadas, o mercado chinês tem representado por volta de 1/3 do crescimento marginal da Danaher. Sendo assim, qualquer solavanco macroeconômico na China poderia machucar os números da companhia. Por outro lado, o tamanho do mercado e a tendência demográfica de envelhecimento da população implicam numa

<sup>14</sup> Líder em medicina diagnóstica in-vitro, conhecida no Brasil pelo segmento de ‘análises clínicas’, reportado pelas empresas de medicina diagnóstica de capital aberto.

grande oportunidade. O risco, nesse caso, nos parece mais cíclico do que estrutural.

### Unleash Potential

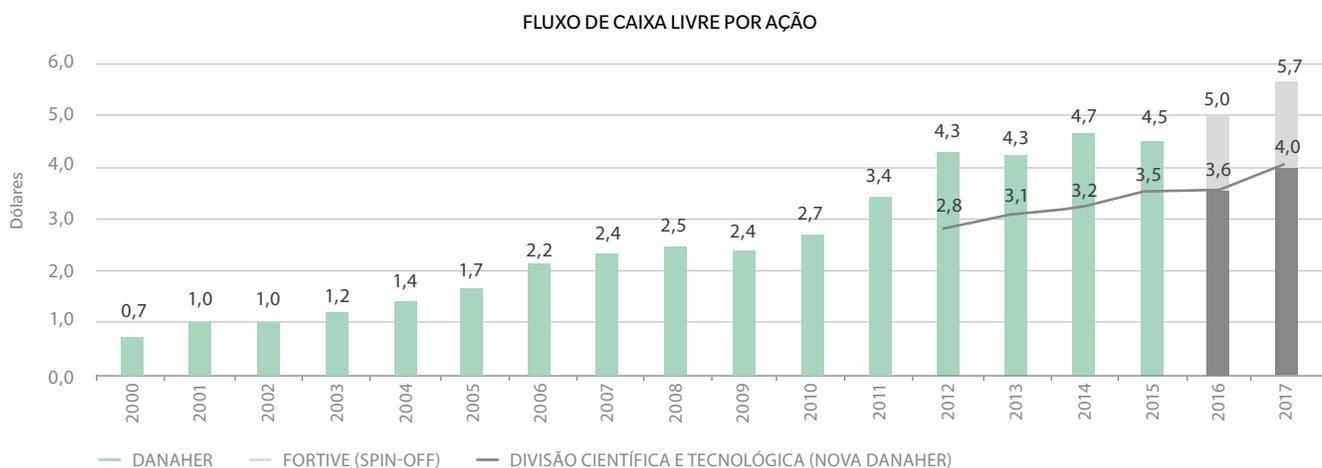
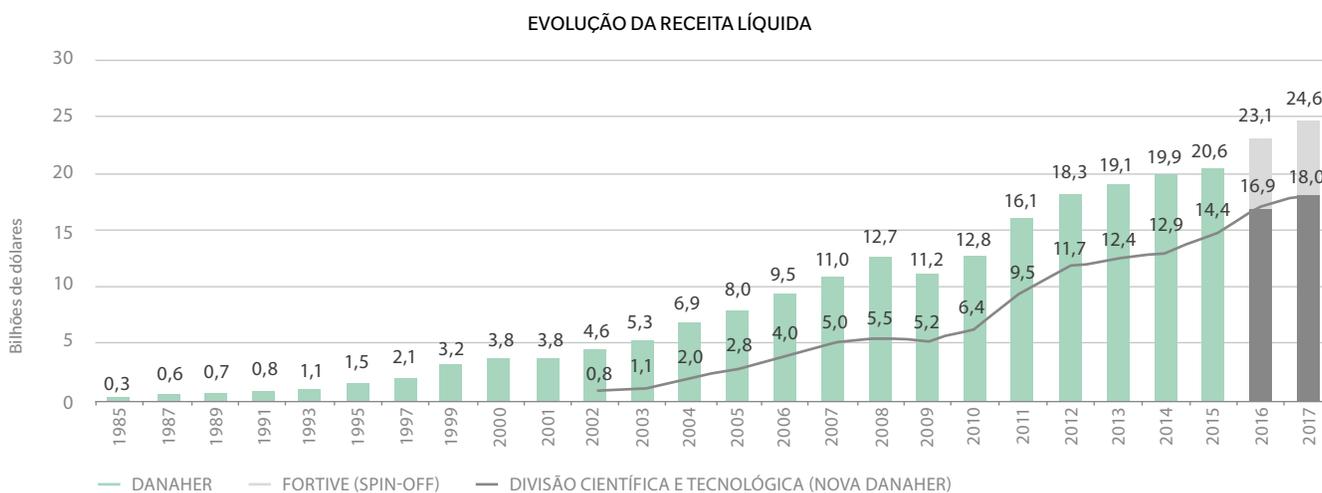
Mas afinal, o que é a Danaher?

De todas as respostas a essa pergunta, a mais reveladora foi um insight de um ex-executivo da companhia: "A Danaher é uma espécie de 'Estados Unidos de empresas' e a Constituição Americana seria algo equivalente ao DBS".

Outra analogia – guardadas as devidas proporções – é que enquanto a Constituição Americana é um conjunto de regras voltadas a destravar o potencial das pessoas<sup>15</sup>, o DBS e a Danaher nada mais são do que um sistema dedicado a destravar o potencial dos negócios. Quem diria que execução e excelência operacional poderiam ser vantagens competitivas duradouras.

\* \* \*

Para encerrar, mostramos abaixo alguns números que demonstram o admirável desenvolvimento da Danaher.



<sup>15</sup> Como bem lembrado por Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire de 2016.

# ALEATÓRIAS

“A bull market is like sex. It feels best just before it ends.”

— **Warren Buffett**

“Cash is like oxygen. When you don’t need it, you don’t notice it. When you do need it, it’s the only thing you need.”

— **Warren Buffett**

“Bitcoin, art, wine, equities, credit... you name it. Everything is one way up. And there’s huge distortions taking place and it’s all in the name of this 2% inflation target. And when you get a misallocation of resources, it really hinders growth over the longer term.”

— **Stanley Druckenmiller**

“Early Americans, we should emphasize, were neither smarter nor more hard working than those people who toiled century after century before them. But those venturesome pioneers crafted a system that unleashed human potential, and their successors built upon it.”

— **Warren Buffett**

“As we pursue our objective of becoming the most-innovative and lowest-cost manufacturer of the products we offer, we are seeking a market position with each product that is either first, second, or within a very distinctive market niche.”

— *Relatório Anual da Danaher de 1986*

“The response to metrics is as important as the numbers. If an operating review shows green on all 20 monthly objectives, we know we probably have an issue. The objectives weren’t tough enough. And if they’re red on 10 out of 20, the way the team responds matters. You don’t want them to view it as OK, but you don’t want them demoralized, either. You want them to rise to the challenge, adopt stretch objectives, and seek to improve.”

— *Tom Joyce, CEO da Danaher*

“You can walk up to a visual board on the shop floor in any Danaher business, and the metrics have the same labels: safety, quality, delivery, cost, and inventory. You can look at progress against clear targets — monthly, weekly, and daily cell-level targets. With that kind of visibility and transparency in performance, it’s easy to call it the way you see it. You can start a discussion by saying, ‘Based on the data, we’re not making progress.’”

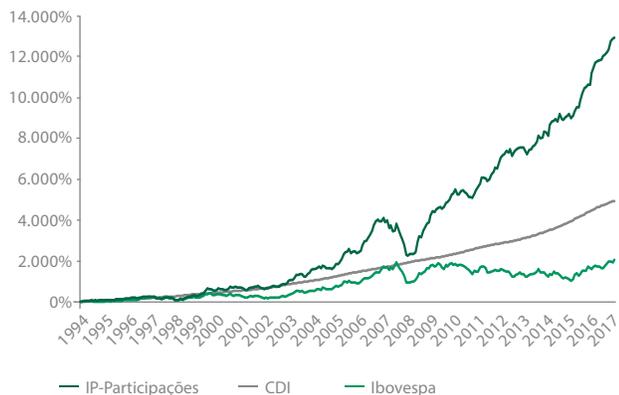
— *Tom Joyce, CEO da Danaher*

“We might say to a company leader, ‘You don’t know us, but we’re interested in this space, and one day, if you think of selling your business, please talk to us. We have a long-term point of view and would like to stay in touch over time.’ That’s proven to be a very powerful tool. At any point, we’re probably cultivating 200 companies that aren’t for sale today. We’ve cultivated some companies for 10 years. When they’re ready to sell, they’ll often come to us because they know we’re interested and they understand how we operate.”

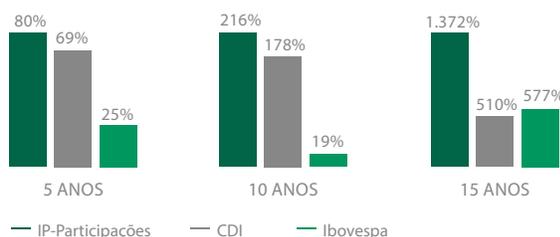
— **Daniel Comas, CFO da Danaher**

# PERFORMANCE IP-PARTICIPAÇÕES

## PERFORMANCE DESDE O PLANO REAL (R\$)



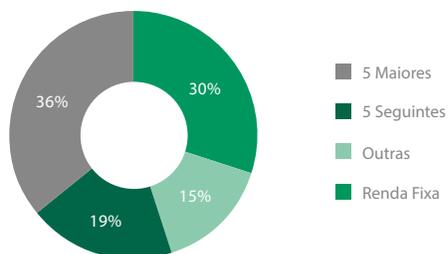
## RENTABILIDADE ACUMULADA (R\$)



## RETORNOS ANUALIZADOS EM JANELAS DE 5 ANOS (R\$)



## CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



OBJETIVO: Altos retornos absolutos em períodos de 5 anos.

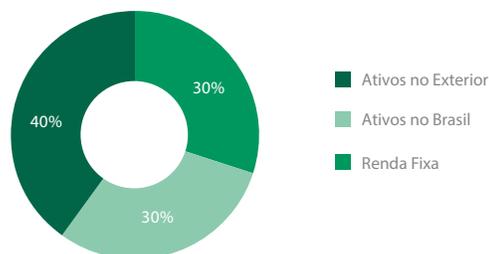
## RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa <sup>(2)</sup> (%)	CDI <sup>(2)</sup> (%)
Dezembro 17	0,41	6,16	0,54
Novembro 17	0,72	-3,15	0,57
Outubro 17	2,69	0,02	0,65
Setembro 17	0,90	4,88	0,64
Agosto 17	0,73	7,46	0,80
Julho 17	0,70	4,80	0,80
Junho 17	1,22	0,30	0,81
Mai 17	0,38	-4,12	0,93
Abril 17	0,61	0,65	0,79
Março 17	0,42	-2,52	1,05
Fevereiro 17	1,88	3,08	0,87
Janeiro 17	2,40	7,38	1,09
12 meses	13,81	26,86	9,95

## RENTABILIDADES ANUAIS (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa <sup>(2)</sup> (%)	CDI <sup>(2)</sup> (%)
2017	13,81	26,86	9,95
2016	22,02	38,93	14,06
2015	10,83	-13,31	13,23
2014	9,17	-2,91	10,81
2013	7,41	-15,50	8,05
2012	24,52	7,40	8,41
2011	2,81	-18,11	11,59
2010	23,03	1,04	9,74
2009	87,41	82,66	9,90
2008	-40,61	-41,25	12,37
2007	33,72	43,68	11,82
2006	40,12	33,73	15,05
2005	19,00	27,06	19,00
2004	30,00	17,74	16,17
2003	60,62	97,10	23,28
2002	9,01	-17,80	19,09
2001	10,39	-9,79	17,27
2000	12,45	-10,47	17,33
1999	204,39	150,95	25,17
1998	-19,39	-33,35	28,61
1997	-4,21	44,43	24,53
1996	45,32	63,77	27,17
1995	18,79	-0,88	53,12
1994 <sup>(2)</sup>	142,54	58,97	71,04
1993 <sup>(2)(3)</sup>	50,54	63,92	21,99

## COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA



(1) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo.  
 (2) Retornos em períodos que antecederam o R\$ foram calculados em US\$.  
 (3) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 26/02/1993.  
 Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 348.170 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 466.777.

## O FUNDO

---

O IP-Participações FIC FIA BDR Nível I (IP-Participações) é um fundo de ações long only que investe tanto em empresas brasileiras quanto estrangeiras, sempre com um horizonte de investimento de longo prazo.

## OBJETIVO E ESTRATÉGIA

---

O IP-Participações tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos. O fundo poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

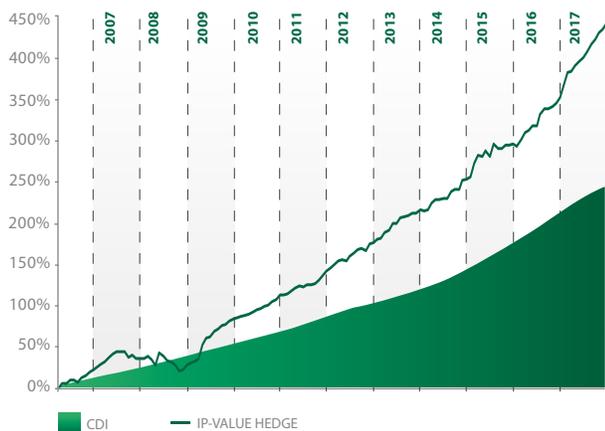
## PÚBLICO ALVO

---

Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

# PERFORMANCE IP-VALUE HEDGE

## PERFORMANCE

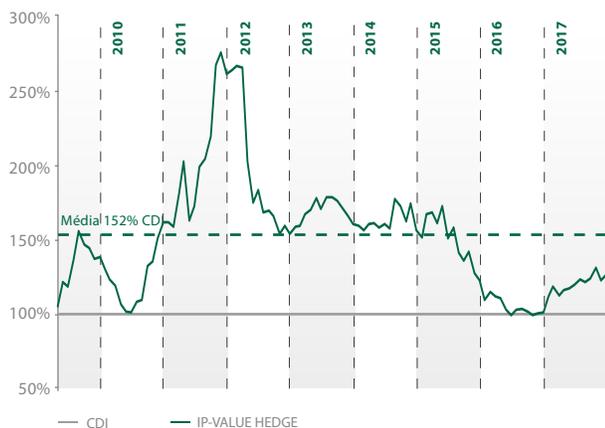


OBJETIVO: Retornos substancialmente acima do CDI em períodos de 3 anos.

## RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
Dezembro 17	1,34	0,54	247,74
Novembro 17	0,58	0,57	102,88
Outubro 17	1,72	0,65	266,58
Setembro 17	1,07	0,64	167,53
Agosto 17	1,82	0,80	226,76
Julho 17	1,37	0,80	171,13
Junho 17	0,81	0,81	99,69
Mai 17	1,10	0,93	118,99
Abril 17	1,49	0,79	189,07
Março 17	0,24	1,05	23,03
Fevereiro 17	3,49	0,87	402,24
Janeiro 17	3,12	1,09	287,19
12 meses	19,69	9,95	197,83

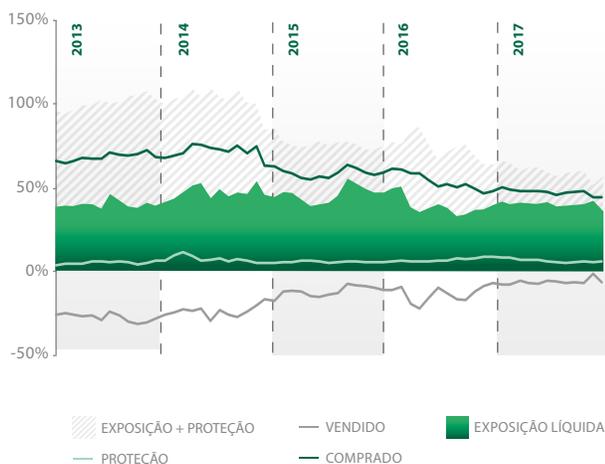
## RETORNOS RELATIVOS AO CDI EM JANELAS DE 3 ANOS (R\$)



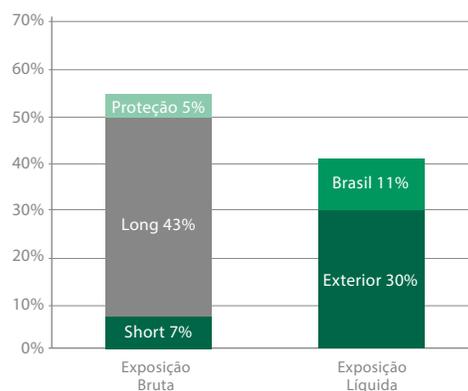
## RENTABILIDADES HISTÓRICAS (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
2017	19,69	9,95	197,83
2016	14,37	14,06	102,19
2015	12,34	13,23	93,28
2014	11,56	10,81	107,01
2013	14,59	8,05	181,21
2012	14,49	8,41	172,20
2011	13,63	11,59	117,56
2010	15,48	9,74	158,86
2009	44,59	9,90	450,52
2008	-5,81	12,37	-
2007	12,02	11,82	101,67
2006 <sup>(1)</sup>	19,92	9,98	199,67
Últimos 3 anos	53,77	41,93	128,25
Últimos 5 anos	96,59	69,93	138,13

## EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA NOS ÚLTIMOS 5 ANOS



## EXPOSIÇÃO ATUAL POR ESTRATÉGIA E GEOGRAFIA



(1) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 13/04/2006. Data do primeiro aporte em 23/10/2003. Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 227.263 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 579.381.

## O FUNDO

---

O IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I (IP-Value Hedge) é um fundo de ações long-short que investe tanto em empresas brasileiras como estrangeiras. O fundo tipicamente tem uma exposição líquida comprada.

## OBJETIVO E ESTRATÉGIA

---

O IP-Value Hedge tem como objetivo proporcionar ganhos de capital substancialmente acima do CDI em um horizonte de investimento superior a 3 anos, através de uma gestão ativa, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos, no Brasil ou no exterior. Para isso o fundo manterá posições compradas em empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam uma rentabilidade compatível com os objetivos do fundo. O fundo deverá manter posições vendidas em empresas cujas características não atendem aos atributos citados acima. O IP-Value Hedge poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

## PÚBLICO ALVO

---

Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

# PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
Aplicação mínima	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Aplicação máxima inicial	Nenhum	Nenhum
Valor mínimo para movimentação	R\$ 20.000,00	R\$ 20.000,00
Saldo mínimo de permanência	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Prazo de carência	Nenhum	Nenhum
Horário limite para movimentação	14:00 h	14:00 h
Conta do fundo (para TED)	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1355-2 IP-Participações FIC FIA BDR Nível I CNPJ 29.544.764/0001-20	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1443-5 IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I CNPJ 05.936.530/0001-60
Conversão de cotas na aplicação	D + 1 da disponibilidade dos recursos.	D + 1 da disponibilidade dos recursos.
Resgate	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solicitação do resgate: diária.</li> <li>• Pagamento do resgate: Último dia útil do segundo mês subsequente.</li> <li>• Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Solicitação do resgate: diária.</li> <li>• Pagamento do resgate: para resgates solicitados até o dia 15, o pagamento será no dia 15 do mês subsequente. Para resgates solicitados após o dia 15, o pagamento será no dia 15 do segundo mês subsequente.</li> <li>• Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.</li> </ul>
Taxa de administração	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.</li> <li>• Provisionada diariamente e paga mensalmente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.</li> <li>• Provisionada diariamente e paga mensalmente.</li> </ul>
Taxa de performance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20% sobre o ganho que exceder o IPCA+IMA-B yield(*). Com marca d'água.</li> <li>• Provisionada diariamente e paga semestralmente.</li> <li>(*) Ver detalhes no regulamento do fundo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.</li> <li>• Provisionada diariamente e paga semestralmente.</li> </ul>
Tributação	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate.</li> </ul>
Categoria ANBIMA	Ações Livre.	Ações Livre.

# INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
<b>Gestor e Distribuidor</b>	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com
<b>Administrador</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av. Presidente Wilson, 231 - 11º andar Rio de Janeiro, RJ - CEP 20030-905 www.bnymellon.com.br/sf  Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): 21 3974.4600 Ouvidoria: 0800 725.3219	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ: 02.201.501/0001-61 Av. Presidente Wilson, 231 - 11º andar Rio de Janeiro, RJ - CEP 20030-905 www.bnymellon.com.br/sf  Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): 21 3974.4600 Ouvidoria: 0800 725.3219
<b>Custodiante</b>	BNY Mellon Banco S.A.	BNY Mellon Banco S.A.
<b>Auditor</b>	KPMG	KPMG



A presente instituição adere ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



[IP-CAPITAL PARTNERS.COM](http://IP-CAPITAL PARTNERS.COM)

RUA DIAS FERREIRA  
190 - 702 . LEBLON  
RIO DE JANEIRO . RJ - BRASIL  
CEP 22431.050