



JBI

JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA FOCUS

Agosto 2011

Sétima Carta

ÍNDICE

| | |
|---|----------|
| ANÁLISE TEMÁTICA..... | 3 |
| I. A FALHA DOS CONTROLES INTERNOS: LIÇÕES DO CASO SADIA | 3 |
| RISCO-RETORNO DA CARTEIRA..... | 5 |
| I. JB FOCUS FIC FIA..... | 5 |
| II. NOVO INVESTIMENTO: VIVO..... | 6 |
| VISÃO GERAL DA EMPRESA..... | 6 |
| DESTAQUES OPERACIONAIS | 7 |
| DESTAQUES FINANCEIROS | 9 |
| TESE DE INVESTIMENTO | 10 |
| III. BREVE ANÁLISE COMPARATIVA: BANCOS BRASILEIROS X BANCOS INTERNACIONAIS | 11 |

1ª SEÇÃO

ANÁLISE TEMÁTICA

I. A FALHA DOS CONTROLES INTERNOS: LIÇÕES DO CASO SADIA

De modo geral, quando se fala de governança corporativa, há certa tendência em concentrar a análise nos aspectos relacionados à defesa dos acionistas minoritários contra possíveis abusos do controlador e/ou dos administradores. Tem se dado pouca atenção à dinâmica dos processos internos de decisão operacional ou financeira das companhias. E, em alguns casos, a ineficácia, inexistência ou desrespeito a esses processos podem resultar em prejuízos muito superiores àqueles advindos de abusos de controle ou até de fraudes financeiras.

Um caso que demonstra a importância do tema ocorreu em 2008, na esteira da crise financeira internacional, quando a Sadia anunciou perdas de aproximadamente R\$ 2 bilhões no quarto trimestre, resultado de operações com instrumentos derivativos de câmbio (operações “2x1”) que deveriam, em tese, proteger suas receitas de exportação. Cabe mencionar que nossa análise do caso busca apenas demonstrar como os processos de decisão e controle internos de uma companhia são variáveis fundamentais de governança, em seu aspecto de prevenção de riscos, e não há, de nosso lado, nenhum julgamento de valor sobre pessoas ou decisões tomadas.

Ao analisarmos o relatório elaborado pela CVM no Processo Administrativo Sancionador, instaurado para apurar a responsabilidade dos administradores da companhia, nos deparamos com situações em que, apesar de haver uma política financeira bem definida, um comitê de finanças instaurado e administradores com experiência em finanças, o processo de decisão, controle e fiscalização não funcionou de forma a evitar as perdas incorridas. Alguns pontos do relatório são esclarecedores e apontam para possíveis falhas no processo que devem ser consideradas quando analisamos a governança das companhias em que investimos.

Devemos considerar, inicialmente, se, ao executar as operações com derivativos, teria ocorrido erro ou imprudência, pois, conforme se aduz do relatório, as operações não se enquadravam como de *hedge* (proteção). De fato, as operações só ofereciam proteção à Sadia contra variações do câmbio dentro de uma banda pré-definida, sendo que fora desses limites, na banda de cima, a proteção desapareceria. A explicação do diretor financeiro foi que essas operações tinham um custo menor que uma operação simples (*plain vanilla*), se considerados os cenários de mercado. Vemos aqui dois problemas: (1) o diretor financeiro se preocupou em obter a operação mais barata, apesar de não ser uma operação que de fato protegeria a companhia de variações bruscas no câmbio, ou seja, era uma operação especulativa e não de *hedge*, apesar da probabilidade de perda, à época, parecer mínima; e (2) a crença na correta precificação dos mercados futuros, como se os cenários não pudessem mudar bruscamente (eventos imprevisíveis).

Mas, talvez, o ponto que mais chamou atenção foi o fato de o presidente do Conselho de Administração e membro do comitê de finanças desconhecer totalmente as citadas operações e alegar em sua defesa que “os Conselheiros tinham outros compromissos profissionais e não exerciam somente o cargo de conselheiros da companhia”. Além disso, o relatório deixa claro que o comitê financeiro não se reunia mensalmente para avaliar os fatores de risco, como determinava a política financeira. Ou seja, com o estabelecimento de uma política financeira e com a criação de

órgãos de controle e fiscalização dessa política, os investidores foram levados a acreditar que a companhia estava preparada para evitar, ou pelo menos reduzir, a probabilidade de perdas da magnitude que vieram a ocorrer. O único controle das operações era feito pelo Gerente de Risco que elaborava relatórios mensais (ou quando solicitados) para o diretor financeiro, isto é, para o próprio responsável pela execução da política financeira. As operações que ultrapassassem os limites de alçada recebiam aprovação apenas a *posteriore*, ou seja, após realizadas.

Além disso, os membros do Conselho de Administração esperavam que a atuação da diretoria financeira fosse acompanhada diretamente pelo presidente do Conselho, que não reconhecia essa atribuição. Assim, o processo de monitoramento não estava claro. A diretoria financeira, apesar de sua relevância estratégica, encontrava-se muito menos fiscalizada do que as outras diretorias, e o acompanhamento resumia-se a apresentações periódicas que o diretor financeiro fazia ao comitê de finanças e ao Conselho.

Concluiu-se que as falhas de controle do comitê de finanças e do Conselho sobre as operações da diretoria financeira permitiram o descumprimento reiterado da política financeira, por meio de: desrespeito às alçadas; não adoção de medidas de *stop loss*; não realização de testes de stress; não funcionamento dos comitês estabelecidos na política; inobservância dos limites para a contratação de *hedge*, que eram desconhecidos do Conselho; e contratação de operações cambiais, que apesar da pretensa finalidade de proteção, expunham a companhia a riscos significativos de perda.

Os membros do comitê de finanças, por sua vez, alegam em sua defesa que cumpriam suas funções, pois recebiam do diretor financeiro informações nas quais constava que a companhia estava atendendo integralmente à política financeira. Isto quer dizer que era esperado que o próprio diretor financeiro, que executava as operações, monitorasse o risco incorrido e o enquadramento periódico. Não havia, na verdade, um sistema de controle em que deveria haver um órgão independente responsável por esse monitoramento e que se reportasse diretamente ao comitê financeiro.

Estes são pontos que sempre buscamos incluir em nossa análise de governança. Faz parte de nosso trabalho entender a dinâmica interna dos Conselhos de Administração, dos Conselhos Fiscais, dos comitês internos e das atribuições de cada órgão, para saber se as políticas operacionais e financeiras estão de acordo com o modelo de negócio das empresas, se as decisões estão sendo tomadas respeitando as políticas pré-estabelecidas e, principalmente, se existem instâncias bem definidas e mecanismos eficazes de controle dessas decisões.

2ª SEÇÃO

RISCO-RETORNO DA CARTEIRA

I. JB FOCUS FIC FIA

O desempenho do fundo desde seu início em 16 de setembro de 2005 foi de 177,0% ou 18,4% a.a.

Tabela 1: Relação Risco e Retorno desde e o início

| | Focus FIA | Ibovespa | IGC |
|---------------------|-----------|----------|-------|
| Retorno Anual | 18,4% | 11,3% | 12,9% |
| Desvio Padrão Anual | 20,7% | 30,3% | 29,3% |

Fonte: Economática e BNY Mellon.

No período de Janeiro a agosto de 2011, o fundo alcançou um resultado negativo de 10,3% comparado à queda de 15,1% do IGC e de 18,5% do Ibovespa. Reiteramos que, em função da forte característica de preservação de capital de nossa gestão, a queda expressivamente menor que os índices de mercado tende a ser o comportamento típico do desempenho de nossa carteira em momentos de mercado como este.

No quadro abaixo, vemos as principais contribuições positivas e negativas neste período de janeiro a agosto:

Tabela 2: Contribuições Focus FIC de FIA (jan-ago 2011)

| | Positivas | Negativas |
|---------------|-----------|----------------------|
| Odontoprev ON | 0,8% | Saraiva PN -3,0% |
| Caixa | 0,8% | Itaúsa PN -2,6% |
| AES Tiête ON | 0,5% | Met. Gerdau PN -2,4% |

Fonte: JBI

Odontoprev (+ 11,7% YTD)

O ano de 2011 tem apresentado excelentes resultados, apesar de ainda ser o último ano de integração com o Bradesco Dental (BD). Isto é, ainda estão sob revisão algumas carteiras do BD, provocando um nível de *churn* um pouco acima do normal, o que torna a adição de 150 mil clientes do último trimestre bastante impressionante. No entanto, essa adição já vem com alguma contribuição do BD no ganho de planos em PMEs (pequenas e médias empresas). Maiores ganhos de sinergia em queda de sinistralidade e nas despesas administrativas são esperados para 2012, quando se completa o ciclo de integração com o BD. Reduzimos um pouco a posição na carteira apenas em função da valorização da ação.

Saraiva (- 39,4% YTD)

A empresa tem enfrentado um fluxo de notícias negativas nos seus dois negócios. Na Editora, o crescimento dos sistemas de ensino cria o temor da substituição dos livros didáticos. No entanto, além da companhia já ter desenvolvido seu próprio sistema de ensino, o avanço deste método na rede pública é ainda incipiente e não significará redução, ou mesmo estagnação, do ritmo de compra de livros didáticos pelo governo no curto-médio prazo.

Já na Livraria, o fechamento da rede Borders nos Estados Unidos e o anúncio da entrada da Amazon no Brasil foram lidos como ameaças à posição de liderança da Saraiva. Entretanto, a Livraria Saraiva pouco se compara à Borders, pois esta cometeu o erro estratégico de não investir

na diversificação do seu mix de produtos e no *e-commerce*, tão logo essa tendência se mostrou inexorável. A Saraiva investe há anos nessas duas frentes, atraindo tráfego e expandindo vendas. No que diz respeito à Amazon, acreditamos que esta enfrentará sérios desafios logísticos para replicar o seu modelo bem sucedido de vendas no Brasil.

Os fundamentos da empresa permanecem sólidos. A Livraria continua registrando um saudável crescimento (8.3% SSS no 2T11 Vs 2T10) e vem diluindo despesas. A Editora comemora o desempenho no PNLD (Programa Nacional do Livro Didático) 2012: R\$205 Mn de vendas vis-à-vis R\$160-170 Mn esperados – um *market-share* de 24.6% nas compras do governo.

No entanto, a Saraiva continua sendo uma *small cap* de baixa visibilidade para o mercado, o que, diante de notícias negativas, faz com que grandes investidores com pequenas posições se desfaçam de seu investimento. Mantemos nossa confiança na tese de investimento e nas perspectivas positivas da companhia.

Pão de Açúcar (-6% YTD)

No final de Junho, reduzimos pela metade a posição de CBD devido à alta da ação após a proposta de fusão com o Carrefour. No dia 12 de julho, o Conselho de Administração do Casino reuniu-se em Paris (com a presença do Abílio Diniz – *chairman* da CBD) e concluiu, por unanimidade (à exceção de Abílio, que se absteve), que a proposta apresentada era contrária aos interesses da CBD e de seus acionistas. A disputa pública entre os dois controladores levantou algumas preocupações, principalmente em relação ao posicionamento estratégico da companhia e a quanto o *management* atual poderia ser afetado, perdendo o foco na operação em função disso. Após avaliarmos vários cenários possíveis e revisarmos nosso *valuation*, decidimos zerar a posição. No nosso cenário base, a ação está sendo negociada a valor justo, o que nos leva a uma baixa margem de segurança que, associada às incertezas societárias, nos levou a essa decisão.

II. NOVO INVESTIMENTO: VIVO

Visão Geral da Empresa

O resultado da fusão entre a antiga Telesp (concessionária de telefonia fixa do Estado de São Paulo) e a Vivo, líder em telefonia móvel no Brasil, criou a maior companhia integrada de telecomunicações do país, que atuará sobre o nome Vivo. Ambas as empresas eram controladas pela Telefônica que, assim, consolida seus negócios no Brasil.

Esta nova companhia passa a ser/ter:

- A maior empresa de telecomunicações do Brasil e a 2ª maior da América Latina;
- Líder em telefonia móvel no Brasil;
- Base de mais de 15MM de linhas fixas instaladas e 11MM de linhas fixas em serviço no Estado de São Paulo;
- 23% de participação no mercado brasileiro de banda larga fixa;
- 41% do mercado de transmissão de dados móvel;

- O controle da operação da TVA, com a recente aprovação da nova regulamentação do setor de TV a Cabo.

Destaques Operacionais:

- Telefonia Móvel:

O mercado de telefonia móvel, entre 2005 e junho de 2011, cresceu a uma taxa média de 19% a.a.. Grande parte deste crescimento deve-se aos planos pré-pagos, que possibilitaram que a penetração de celulares chegasse, em junho de 2011, próxima a 114% da população. A expectativa para os próximos anos é a migração de uma parte desta base para um perfil pós-pago, onde a Vivo está bem posicionada para capturar esse crescimento.

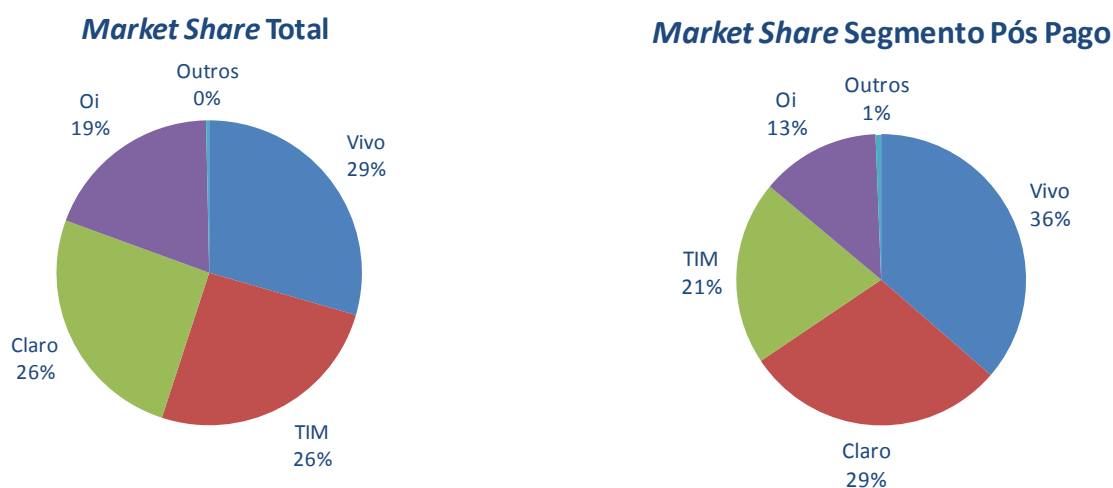
Tabela 3: Crescimento do número de assinantes

| | |
|--|--------------|
| CAGR (08 - 1S11) – Assinantes Pré Mercado | 15,8% |
| CAGR (08 - 1S11) – Assinantes Pré Vivo | 15,2% |
| CAGR (08 - 1S11) – Assinantes Pós Mercado | 14,8% |
| CAGR (08 - 1S11) – Assinantes Pós Vivo | 23,9% |

Fonte: Vivo e Teleco.

A Vivo é a líder de mercado no Brasil, tanto em termos gerais quanto no segmento pós-pago, conforme ilustra o gráfico abaixo. Esta liderança deve-se, em grande parte, à cobertura e à qualidade de sua rede instalada. Até o final do ano, a empresa deve disponibilizar a tecnologia 3G a mais de 2.800 municípios (ou 85% da população do Brasil), o que possibilitará oferecer melhores serviços (de maior valor agregado) à sua base de clientes.

Gráfico 1: Market Share



Fonte: Teleco.

Destaca-se ainda a participação da empresa no segmento de transmissão de dados móvel (mais uma comprovação da sua melhor infra-estrutura). Entre mini-modem e M2M (transmissão de dados móvel), a empresa tem uma participação de 41,7% (33,5% no 1T10).

Em termos de competição, apesar de o mercado ser marcado por promoções com base em tarifas baixas e/ou subsídios de aparelhos, a Vivo direciona sua estratégia comercial para oferecer o

melhor serviço e a maior cobertura nacional. A empresa acredita que esse é o seu diferencial e, por isso, não necessita ser muito agressiva em seus planos.

- **Telefonia Fixa**

O negócio de transmissão de voz fixa entrou em um processo de encolhimento, aparentemente, sem volta. Nos últimos anos, como se pode observar, houve uma redução de mais de 500 mil LIS (linhas em serviço).

Tabela 4: Número de linhas fixas da Vivo

| | 2008 | 2009 | 2010 | 1S11 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Linhas Instaladas (mil) | 14.697 | 14.832 | 15.028 | 15.028 |
| Linhas em Serviço (mil) | 11.662 | 11.258 | 11.296 | 11.130 |
| Variação LIS | -2,5% | -3,5% | 0,3% | -1,5% |

Fonte: Vivo.

Além da mudança nos hábitos do consumidor, a empresa sofre uma forte concorrência da Net, que foi capaz de atrair diversos assinantes da Vivo com promoções de triple play (telefonia fixa + móvel + internet). A expectativa é que seja este o modelo que poderá minimizar a queda no negócio de telefonia fixa.

- **Banda Larga Fixa**

Tabela 5: Total de assinantes banda larga: mercado brasileiro vs. Vivo

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 1S11 |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Total de Ass. – Mercado (mil) | 7.718 | 10.016 | 11.380 | 13.799 | 15.213 |
| Crescimento anual | | 30% | 14% | 21% | 22% |
| Total de Ass. – Vivo (mil) | 2.068 | 2.555 | 2.636 | 3.317 | 3.470 |
| Crescimento anual | | 24% | 3% | 26% | 17% |

Fonte: Vivo e Teleco.

O potencial deste segmento ainda é muito grande e o serviço de banda larga é o "gatilho" para o crescimento de usuários fixos. Desde 2009, a Vivo vem investindo em sua rede, passando fibra ótica em São Paulo, nos pontos que considera estratégicos, para poder enfrentar, de igual para igual, a concorrência da Net e, no futuro próximo, da GVT e da TIM. A rede de fibra ótica da Vivo já passa por 600 mil residências, e a expectativa da empresa é que esse número seja próximo a 1 milhão ao fim de 2012.

Tabela 6: Mercado de banda larga nacional

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 1S11 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Oi | 40,0% | 38,2% | 37,0% | 31,6% | 30,5% |
| Net Serviços | 18,4% | 22,1% | 25,3% | 25,5% | 25,4% |
| Vivo | 26,8% | 25,5% | 23,2% | 24,0% | 22,8% |
| GVT | 3,2% | 4,5% | 5,9% | 7,9% | 8,8% |
| CTBC | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 1,7% | 1,7% |
| Outras | 9,2% | 7,5% | 6,7% | 9% | 11% |

Fonte: Teleco.

Quando observamos a distribuição de participação no mercado nacional, notamos que, apesar da Vivo manter sua posição de terceira maior provedora de banda larga, sua participação relativa vem caindo, pois sua oferta limita-se ao Estado de São Paulo, enquanto que nos últimos anos, o resto do país tem crescido a taxas superiores. Contudo, a empresa está muito bem posicionada para continuar a crescer no principal mercado do país.

Um ponto importante em nossa observação do comportamento do negócio fixo da empresa é a aderência dos clientes atuais da Vivo a planos “combo”, ou seja, planos com mais de um serviço ao consumidor. Vende-se a banda larga e/ou a TV por assinatura e o cliente ainda mantém a linha fixa. A capacidade da empresa em vender estes pacotes será fundamental para definir o futuro do negócio de telefonia fixa.

Tabela 7: Penetração de banda larga sobre linhas em serviço

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 1S11 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| BL/LIS | 17% | 22% | 23% | 29% | 31% |

Fonte: Vivo.

- Televisão por Assinatura (PTV)

A Telefônica, no final de 2006, fez uma transação com o Grupo Abril parecida com a que a Telmex fez com a Globo. Comprou uma grande participação no capital da TVA e a opção de compra do controle, quando houver mudança na legislação que permita o controle estrangeiro de empresas de TV a cabo. Com a recente aprovação desta legislação, a empresa deve assumir o controle da TVA já no começo de 2012. Apesar de ainda ser pouco relevante no consolidado da Vivo, o negócio de TV paga vai ser um dos grandes trunfos da empresa para a venda de pacotes de produtos.

Na tabela abaixo, a penetração de TV paga sobre as linhas em serviço da Vivo demonstra um enorme espaço para crescimento deste serviço. A expectativa é que essa relação continue crescendo, fortalecendo o negócio Fixo.

Tabela 8: Penetração de TV paga sobre linhas em serviço

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 1S11 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| PTV/LIS | 1,3% | 4,0% | 4,1% | 4,3% | 6,1% |

Fonte: Vivo.

Destaques Financeiros

A empresa apresentou, pela primeira vez, seus números consolidados no 2º trimestre deste ano. Assim, a divisão entre as receitas dos negócios Móvel e Fixo foi:

Tabela 9: Receita da Vivo

| | <i>Pro-forma</i> | | | | |
|---------------------------------|------------------|-------|-------|--------|--------|
| | 2 T11 | 1 T11 | 2 T10 | 1S10 | 1S11 |
| Receita Líquida (R\$ MM) | 8.231 | 7.976 | 7.713 | 15.202 | 16.207 |
| Móvel (R\$ MM) | 4.295 | 4.164 | 3.912 | 7.597 | 8.459 |
| Fixa (R\$ MM) | 3.937 | 3.811 | 3.801 | 7.606 | 7.748 |

Fonte: Vivo.

Apesar de hoje ainda haver um equilíbrio entre as receitas desses negócios (Móvel com 52% e Fixo com 48%), a tendência de longo prazo é que as receitas do negócio Móvel fiquem em torno de 60% - 65% do faturamento consolidado.

Com relação à margem *EBITDA*, houve um impacto positivo de imediato com a consolidação, devido ao menor custo de interconexão entre as operadoras. A empresa informou, quando do anúncio da fusão, que espera ganhos operacionais entre R\$3 bilhões e R\$4 bilhões nos próximos 4 anos.

Tabela 10: *EBITDA* da Vivo

| | <i>Pro-forma</i> | | | | |
|----------------------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2 T11 | 1 T11 | 2 T10 | 1S10 | 1S11 |
| <i>EBITDA</i> | 3.063 | 2.840 | 2.807 | 5.356 | 5.903 |
| Margem <i>EBITDA</i> | 37,2% | 35,6% | 36,4% | 35,2% | 36,4% |

Fonte: Vivo.

Tese de Investimento

Decidimos investir nas ações da Vivo em função da combinação crescimento + remuneração aos acionistas, que nos pareceu muito atraente e não refletida no valor intrínseco de suas ações no mercado:

- Modelo integrado que permite crescimento, principalmente dos negócios de transmissão de dados (móvel e fixa) e voz (móvel), muito acima da média do PIB brasileiro;
- A forte geração de caixa dos negócios, a baixa alavancagem e os ganhos fiscais na fusão entre Vivo e Telesp geram perspectivas muito positivas de remuneração aos acionistas, através da distribuição de dividendos e/ou JCP.

O modelo integrado dá grande flexibilidade para que a empresa possa enfrentar um mercado altamente competitivo. Sua capacidade de atender às tendências comerciais em contínua evolução é um diferencial que acreditamos ser vencedor. Hoje, a empresa é capaz de oferecer desde um plano simples de voz até uma combinação de cinco serviços diferentes (transmissão de voz fixa e móvel, banda larga fixa e móvel e TV por assinatura).

A companhia é líder no mercado de voz/transmissão de dados móvel. Este mercado tem apresentado taxas de crescimento excepcionais e não dá sinais de que irá desaquecer no médio prazo. A cada dia, as empresas lançam novos dispositivos (*tablets, smartphone, netbooks, etc*) que provocam o desejo do consumidor. Para que estes aparelhos sejam efetivos é necessário que o consumidor tenha um bom plano de dados (acesso a internet), ou seja, um plano pós-pago. Isto vem mudando o perfil do consumidor e conseqüentemente, o perfil da indústria. Acreditamos que a Vivo seja a operadora melhor posicionada para capturar grande parte destes novos consumidores/usuários.

Além da combinação crescimento + remuneração aos acionistas, há um terceiro ponto que foi importante para a nossa decisão de investimento: os ganhos fiscais que irão acontecer em função da fusão. Estes ganhos, não só irão promover um significativo incremento nos lucros da empresa,

como também devem resultar em um forte fluxo de recursos distribuídos aos acionistas (dividendos e JCP).

O ágio total da operação foi de R\$ 20bn (R\$ 9bn dedutíveis), que somados aos patrimônios de Telesp (R\$10bn) e Vivo (R\$ 9bn), criaram uma sólida base (R\$ 42bn de PL) para o pagamento de juros sobre o capital próprio e para as novas deduções fiscais.

Em nossas projeções, os resultados da empresa foram “turbinados” com deduções fiscais (estamos projetando, conservadoramente, uma taxa efetiva de IR/CS em torno de 25%). Em nosso modelo, o valor presente dos ganhos fiscais é de R\$ 3,5bn.

Com isso, espera-se distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio bastante relevantes, que devem resultar em um *dividend yield* (com base no nosso preço médio de aquisição) em torno de 8,5%-9,0%. A empresa espera que estes ganhos fiscais comecem a aparecer já no 4o Trimestre deste ano.

III. Breve Análise Comparativa: Bancos Brasileiros x Bancos Internacionais

Já há algum tempo que os investidores no mundo todo vêm olhando o setor bancário com certo receio e isso tem se refletido no preço das ações dos bancos listados. No entanto, a realidade dos bancos brasileiros é muito diferente da realidade dos bancos fora do Brasil.

As preocupações com a liquidez e nível de solvência começaram na crise de 2008 (intensificadas com a quebra da Lehman Brothers em setembro daquele ano) e as dúvidas sobre o valor real dos ativos registrados nos seus balanços *versus* o nível de capital próprio foram bem ilustradas pela frase, atribuída ao vice-presidente do AIG naquela época, Jacob Frenkel: “*The left side of the balance sheet has nothing right and the right side of the balance sheet has nothing left*”. Ou seja, em uma tradução livre: no lado esquerdo do balanço não há nada direito e, no lado direito, não sobrou nada.

A aprovação da maioria dos bancos no *stress test*, que o Banco Central Europeu conduziu e apenas 7 dos 91 bancos falharam, não foi suficiente para acalmar os ânimos dos investidores. Esses 7 bancos precisariam de um capital adicional da ordem de €2,5 bilhões, resultado bem melhor que o esperado pelo mercado, mas as atenções se voltaram para os outros 16 bancos que estariam na “zona de perigo”, segundo esse teste.

Com a confirmação de que a economia dos EUA estava crescendo muito mais devagar do que se esperava, novos temores surgiram para o setor bancário, primeiro por conta da redução no crescimento das receitas relacionadas a crédito e, depois, por conta das pressões para uma maior regulamentação para os bancos americanos (principalmente aumentando os requisitos mínimos de capital).

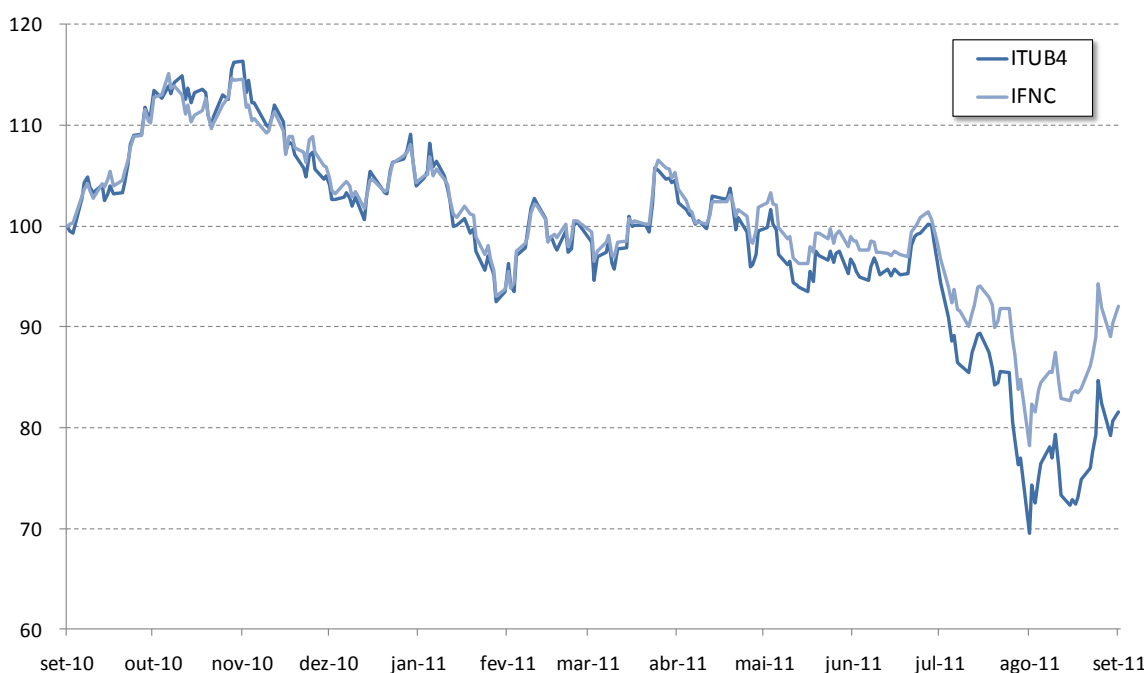
O problema se agravou de tal maneira que, nos EUA, por exemplo, após a segunda-feira negra de 8 de agosto desse ano, vimos as ações do Bank of America (BofA) e do Citibank caírem 20% e 16%, respectivamente, sem que nenhum dado novo sobre esses dois bancos tivesse sido divulgado. As

ações do Citi estavam sendo negociadas a 0,46x *P/BV* e as do BofA a 0,32x *P/BV* – ambas devolvendo mais da metade dos ganhos pós crise de 2008 (quando chegaram a ser negociadas a cerca de 0,10x *P/BV*).

Mais recentemente, com o agravamento da crise da Grécia, essas preocupações só aumentaram. Investidores estão avaliando os bancos europeus a níveis só vistos pós colapso da Lehman: segundo o índice calculado pela Bloomberg, com base em 46 bancos, essas instituições estão hoje negociando a 0,56x *P/BV*.

No Brasil não foi diferente, as ações dos bancos têm tido um desempenho fraco desde o final do ano passado. As ações do Itaú Unibanco têm tido um desempenho ainda pior (veja no Gráfico 2): nos últimos 12 meses as ações preferenciais do banco (ITUB4) acumulam uma diferença de praticamente 10 pontos percentuais em relação ao índice de ações do setor financeiros (IFNC).

Gráfico 2: Itaú Unibanco PN (ITUB4) x Índice Financeiro (IFNC)



Fonte: Economática e JBI. (1) Base 100 em 8 de setembro de 2010.

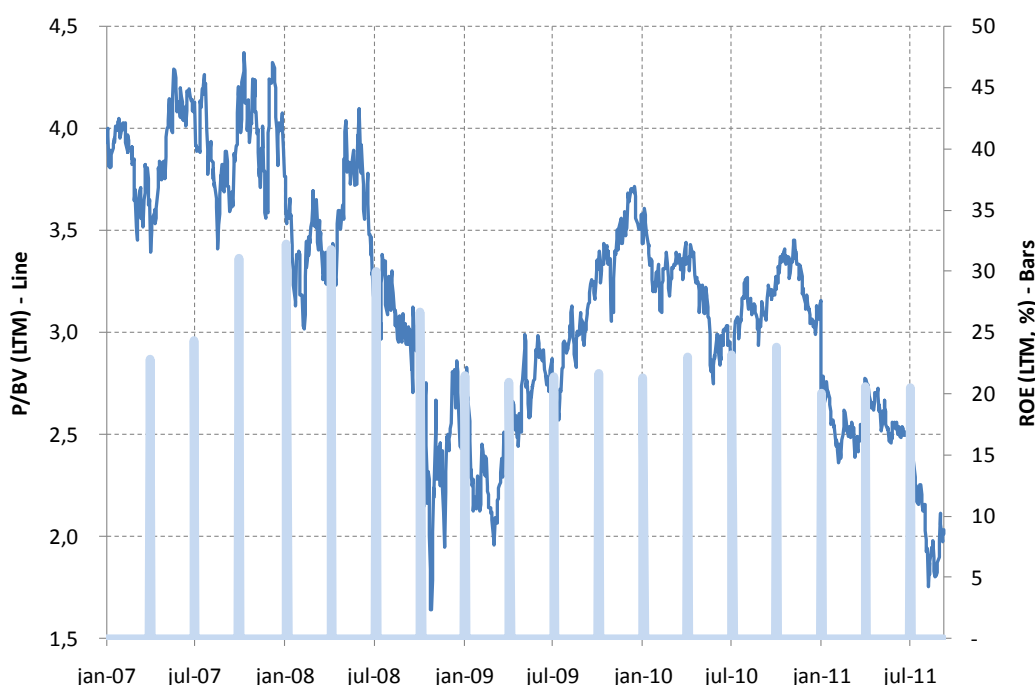
É verdade que não podemos atribuir essa performance ruim de ITUB4 somente ao mau humor internacional. O Itaú Unibanco também teve sua parcela de “culpa” nesse movimento já que, há alguns trimestres, os resultados não são tão brilhantes: os efeitos completos da integração entre Itaú e Unibanco estão demorando mais tempo para aparecerem; as despesas não decorrentes de juros estão maiores do que o esperado; e o retorno recorrente do banco caiu de um patamar de 25% para algo em torno de 20% (ficando, inclusive, abaixo do seu principal concorrente brasileiro).

A nosso ver, a queda das ações foi exagerada. É importante separar o que é efeito do “contágio” internacional e o que os fundamentos do banco nos mostram. Do ponto de vista setorial, os bancos brasileiros estão em uma situação de capitalização muito melhor do que a dos europeus e americanos. Em sua grande maioria, estão com Índice de Basileia bem acima do mínimo requerido pelo Banco Central Brasileiro (11%). Além disso, apesar da redução na taxa de expansão quando

comparado a 2010, continuamos a ver o crédito no Brasil crescer a taxas bastante atrativas (20% nos últimos 12 meses até julho) apesar da desaceleração da economia e do ciclo de aumento dos juros (que acabou de ser encerrado). E, mais importante, essa expansão veio acompanhada de um aumento bastante palatável nos índices de inadimplência (30bps), que está sendo parcialmente compensado pelos spreads maiores (3,1 p.p.).

ITUB4 está negociando a cerca de 2,0x P/BV (com base no valor patrimonial de junho/2011). No início de agosto, negociou a 1,7x P/BV, múltiplo muito próximo aos níveis atingidos durante a pior parte da crise de 2008. Em nossa opinião, esses níveis tão deprimidos de preços (tanto em 2008 quanto agora) não fazem sentido, dado o padrão de retornos razoavelmente estável do Itaú Unibanco (ver detalhes no Gráfico 3), em torno de 25%.

Gráfico 3: P/BV x ROE para ITUB4



(1) P/BV calculado com base no último valor patrimonial disponível na data; (2) ROE calculado com base no lucro dos últimos 12 meses sobre o patrimônio médio no período.

Fonte: Economática e JBI.

Além disso, uma rápida análise dos principais indicadores financeiros do Itaú Unibanco, divulgados no resultado de junho/2011, não nos parece mostrar uma situação compatível com esses múltiplos:

- Sólido Índice de Basiléia de 16,1% (estável em relação a junho/2010);
- O Índice de Capital Tangível aumentou de 11,5% em junho/2010 para 12,1% (por si só, maior do que o Índice de Basiléia mínimo de 11% requerido pelo BCB);
- A carteira de crédito cresceu 22% ano contra ano;
- Os recursos captados com clientes aumentaram 15,1% ano contra ano;
- A inadimplência (+90 dias) apresentou crescimento de apenas 30bps desde o início do ano e está 1.4p.p. menor do que o pico em 2009;

- O índice de inadimplência de 30 a 90 dias caiu desde o 1T11 e está 70bps melhor do que há 2 anos atrás;
- O Índice de cobertura (medido pela PDD sobre o saldo de operações vencidas há mais de 90 dias) está em 166%. O Itaú Unibanco, sempre bastante conservador, tem mais de R\$5 bilhões a título de PDD complementar, calculada com base no seu modelo de perda esperada;
- O saldo de PDD total representa 7,5% do total da carteira de crédito. No auge dos efeitos da crise de 2008, esse número era de 10,2%.

Preferimos investir no Itaú Unibanco através de sua holding controladora Itaú Investimentos S/A (ITSA4), por conta do desconto que esta negocia em relação ao banco. Hoje, estimamos que esse desconto esteja em torno de 17%, o que significa comprar o banco a um *P/BV* 2012 de 1,4x. De acordo com nosso modelo, para justificar o preço atual de ITSA4, precisamos assumir um *ROE* de 19% nos próximos 5 anos e de 15% na perpetuidade – premissas que consideramos muito conservadoras para o Itaú Unibanco.

Em resumo:

- Ao contrário de vários bancos fora do Brasil, o Itaú tem folga de capital;
- Apesar da taxa de crescimento de crédito ter caído de 25% a.a. para 20% a.a. (e talvez ainda caia para 15% a.a.), esses níveis ainda são bastante atrativos;
- Alguns segmentos de crédito, como o imobiliário, apresentam grande potencial de expansão, principalmente porque ainda representam muito pouco do total (no caso do Itaú, o crédito imobiliário responde por apenas 3%);
- Diferente do que acontece fora do Brasil, o crédito imobiliário aqui é essencialmente utilizado como instrumento para financiar a casa própria, e não como investimento;
- O Itaú não tem problema de *funding*, já que conta com uma base enorme de correntistas da sua operação no varejo;
- O banco tem baixa exposição a ativos europeus e, portanto, deveria ser pouco afetado diretamente por um agravamento da situação na Europa;
- Caso o cenário se deteriore ao ponto de termos uma crise de liquidez semelhante a que vimos em 2008, há muito pouco risco de queda para suas ações, em nossa opinião, já que elas já estão negociando a múltiplos próximos aos observados naquele período.

Seguimos, portanto, com ITSA como a principal posição do fundo.

OBJETIVO

Obter elevados níveis de rentabilidade no longo prazo através do investimento em ações de empresas listadas em bolsa, que tenham boas perspectivas de rentabilidade com base em análise fundamentalista e que se destaquem por suas perspectivas de retorno e práticas de governança corporativa. Nossos investimentos terão por foco o valor econômico das empresas, buscando uma atuação pró-ativa em defesa dos interesses do Fundo.

CARACTERÍSTICAS

| | |
|---|------------------------------|
| Público Alvo: Investidores Qualificados | Código Bloomberg: JARDBOT BZ |
| Data de início: 16/09/2005 | PL (últimos 12m): R\$ 68,8MM |
| Categoria ANBID: Ações livre | PL atual: R\$ 61,0MM |
| Código ANBID: 156981 | PL Master: R\$ 67,2 |
| ISIN: BRJRDBCTF005 | PL JBI: R\$ 334,2MM |

REGRAS DE MOVIMENTAÇÃO

| | |
|---|--|
| Horário para movimentações: até 13:00 hrs | Resgate (isento de taxa de saída*): |
| Novos cadastros: até 12:30 hrs | ▪ Conversão de cotas: D+12 dias corridos |
| Aplicação (conversão de cotas): D+1 | ▪ Pagamento: D+3 dias úteis após conversão |
| Aplicação inicial mínima: R\$ 25 mil | Resgate (com taxa de saída*): |
| Movimentações mínimas: R\$ 10 mil | ▪ Conversão de cotas: D+1 |
| Saldo mínimo de permanência: R\$ 25 mil | ▪ Pagamento: D+3 dias úteis da conversão |

**Taxa de saída: 10% sobre o montante resgatado revertido ao fundo*

TAXAS

Taxa de administração: 2% a.a.
 Taxa de performance: 15% sobre IGPM + 6% a.a., cobrado trimestralmente, com marca d'água
 Tributação: IR de 15% sobre os ganhos nominais

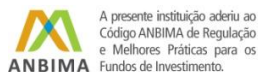
AGENTES

| | |
|---|--|
| Gestor: JBI ("Jardim Botânico Investimentos") Av. Ataulfo de Paiva, 245/6º andar – RJ Tel. (21) 2512-5574 / Fax: (21) 2512-5575 Website: www.jbinvest.com.br Email: focus@jbinvest.com.br | Administrador/ Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ 02.201.501/0001-61) Av. Pres. Wilson, 231/1101 – RJ, CEP 20030-905 www.bnymellon.com.br/sf Tel: (21) 3219-2998 SAC: sac@bnymellon.com.br Tel: (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, (21) 3974-4600 Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br Tel: 0800-7253219 |
| Custodiante: Bradesco | |
| Auditor: KPMG | |

RENTABILIDADE JB FOCUS FIA (em %)

| | JB Focus FIA | IGC⁽¹⁾ | IGPM+6%a.a. |
|-------------------------------|---------------------|--------------------------|--------------------|
| Desde o início ⁽²⁾ | 177,0% | 108,5% | 101,0% |
| Anualizado ⁽²⁾ | 18,4% | 12,9% | 12,3% |
| Últimos 12m | 3,1% | -6,8% | 14,7% |
| Últimos 60m | 118,7% | 52,3% | 84,4% |
| 2005 ⁽²⁾ | 10,9% | 17,7% | 2,5% |
| 2006 | 34,2% | 41,3% | 10,5% |
| 2007 | 27,5% | 31,6% | 14,6% |
| 2008 | -24,7% | -45,6% | 16,6% |
| 2009 | 71,7% | 83,4% | 4,3% |
| 2010 | 25,9% | 12,5% | 18,2% |
| 2011 ⁽³⁾ | -10,3% | -15,1% | 7,7% |
| Agosto 2011 | -1,9% | -3,6% | 1,0% |

(1) IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. O IGC não é um parâmetro objetivo do fundo, apenas uma referência econômica para efeito de comparação
 (2) Desde o início do fundo em 16/09/2005.
 (3) Acumulado até 31 de agosto de 2011.



** As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. * A JBI não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. * 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. * Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza sujeita as flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. * 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. * Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. * Nos fundos geridos pela JBI 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. * Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. * Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela JBI, 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 ANBID * A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. * A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. *os indicadores "Ibovespa e IGC" são meras referências econômicas, e não meta ou parâmetro de performance do Fundo. Para mais informações sobre os índices acesse: <http://www.bmfbovespa.com.br/>*