



JBI

JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #8

Dezembro 2011

ÍNDICE

DESTAQUES DA CARTEIRA	3
I. MARCOPOLO	3
II. MILLS.....	3
III. BEMATECH	4
DESEMPENHO DA CARTEIRA.....	6
I. JB FOCUS FIC DE FIA.....	6

DESTAQUES DA CARTEIRA

I. Marcopolo

Um dos pontos que nos atrai a investir na empresa é sua capacidade de adaptação a cenários adversos. Como exemplo, tomemos a valorização do Real iniciada em 2005. Na época, 55% de seu faturamento vinham de exportação. Para enfrentar essa situação a empresa buscou fornecedores locais para suprir suas *joint ventures* no exterior, proporcionando melhora da margem e diminuição do risco cambial. A estratégia permitiu manter o retorno sobre o patrimônio em aproximadamente 20% (excepcionalmente 40% em 2010!).

Nos últimos dois anos, o ambiente de negócios tem sido muito positivo para o setor. E as perspectivas não são diferentes. A Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016 no Brasil começam a tornar realidade vários projetos de mobilidade urbana, dentre eles o BRT (*bus rapid transport*). Além disso, o governo federal iniciou o processo de licitação das linhas interestaduais em que se exige idade máxima de 10 anos para os ônibus. Sempre bom lembrar que a idade média da frota nacional atualmente é de 14 anos. E três *joint ventures* internacionais da Marcopolo passam por momento de forte crescimento: Argentina (+98% nos 9M11 vs 9M10 em volume vendido), Colômbia (+49%) e Índia (+12%).

O mercado parece ter reconhecido parte dessas perspectivas positivas: POMO4 subiu 7% em 2011 (contra uma queda de 18,1% do Ibovespa), depois de ter subido 24% em 2010 (contra uma alta de 1,0% do Ibovespa). Por esse motivo, em dezembro, decidimos reduzir a alocação de 6,5%

para 4,5% dos nossos fundos. Ainda assim, a ação continua com um potencial de valorização de mais de 40%, considerando que a ação negocia a 10,3 P/E (2012) e espera-se um aumento anual de 30% em média no *free cash flow*.

II. Mills

Somos investidores da Mills desde a sua oferta inicial de ações (IPO), em abril de 2010. Inicialmente montamos uma posição de 4% da carteira chegando a atingir mais de 6% durante 2010 em função da grande valorização de sua ação, fechando o ano com o preço quase 80% maior do que no IPO. Já em 2011, a história foi diferente: o mercado penalizou bastante a ação que, até novembro, caía mais de 23%, principalmente por conta de margens e retornos menores do que o esperado.

Para piorar a situação, no 3T11 a companhia teve que fazer uma grande provisão para devedores duvidosos (R\$ 9 milhões, representando cerca de 2,5% das suas receitas, enquanto o nível normal é de cerca de 0,3%) que impactou o resultado trimestral fortemente. Esses acontecimentos não foram bem recebidos e, na nossa opinião, foram mal-interpretados pelo mercado o que levou a ação a negociar no seu nível mais baixo em 12 meses.

Nossa análise é que as margens e o retorno da Mills estão temporariamente menores do que as expectativas de mercado, principalmente por conta do seu plano de investimento bastante agressivo (R\$ 350 milhões em 2010 e R\$ 430 milhões em 2011), focado na compra de

equipamentos e na expansão geográfica. A compra de equipamentos e a abertura de novas filiais aumentam a base de ativos da companhia e o nível de despesas imediatamente, enquanto que a receita relacionada a esses equipamentos e os novos contratos a serem fechados através das novas filiais aparecem nos resultados alguns trimestres depois. Em relação ao nível de provisão para devedores duvidosos no 3T11, nossa opinião é a de que foi um evento isolado e não representa uma deterioração na qualidade de crédito dos seus clientes. De fato, corroborando esse pensamento, vimos que a Mills já renegociou quase 40% do montante provisionado, tendo já recebido parte desses recursos (quase R\$ 1 milhão) e espera receber a totalidade nos próximos meses.

A divisão de construção pesada sofreu bastante com o atraso de diversas obras de infraestrutura que deveriam ter sido iniciadas em 2010 e 2011. Com a retomada dessas obras, veremos um aumento na taxa de utilização (que chegou a ficar abaixo de 60% no 1S11, atingindo cerca de 70% no 3T11) dos equipamentos da Mills – o que provavelmente impactará em preços melhores para esse negócio.

Continuamos confiantes com o racional de investimento e no seu potencial de ganho. A ação opera a 15x P/E (2012), com crescimento esperado de receita (em um cenário conservador) de 16% a.a., margem EBITDA esperada de 40% e ROIC de 25%. Em novembro, após mais uma visita à empresa, aumentamos a alocação dos nossos fundos de 4,5% para 7,0%.

III. Bematech

Investimos na Bematech em novembro de 2007, seis meses após seu *IPO*. O objetivo da oferta era captar recursos para expandir sua atividade

no segmento de automação comercial. A empresa, que produzia e comercializava apenas *hardware*, queria partir para uma oferta integrada (*hardware*, *software* e serviços). A idéia era seguir o modelo da *Micros Systems Inc.*, que tem forte atuação no segmento de restaurantes e hotéis nos Estados Unidos. No momento do nosso primeiro investimento, as ações da Bematech estavam negociando 30% abaixo do preço da oferta inicial, a 9,5x P/E esperado.

O racional do investimento era que, com o crescimento do varejo e da maior formalização da economia, aumentaria a necessidade do comércio, mesmo dos menos sofisticados, de modernizar suas operações e controles. Isto, por sua vez, significaria investimentos em novas máquinas, sistemas e serviços de apoio. Como já possuía 55% do mercado de impressoras fiscais com uma base de clientes pulverizada geograficamente, a Bematech estaria bem posicionada para capturar parte desta crescente demanda.

No entanto, o problema não nos parece no racional de investimento, e sim no custo de implantação e na sua má execução. O processo de integração das nove aquisições realizadas entre 2007 e 2008 foi mais difícil e consumiu mais recursos (tempo, pessoal, dinheiro) do que nossa projeção mais pessimista. Adicionalmente, o ritmo de investimento/modernização do varejo ficou abaixo do esperado. Assim, a empresa não conseguiu obter os resultados desejados refletindo em um desempenho ruim de suas ações.

Causa (ou, talvez, efeito) da fraca execução da estratégia foi a alta rotatividade de seus principais executivos. Durante o período de nosso investimento, a empresa teve três *CEOs* diferentes e inúmeros executivos financeiros e

operacionais. Essa falta de continuidade dificultou ainda mais a integração das empresas adquiridas e a execução da nova estratégia.

Após o anúncio de mais um novo CEO (em agosto de 2011) e de uma queda de 14% na receita nos 9M11 (vs 9M10) e de 28% no EBITDA, perdemos de vez a confiança no caso e resolvemos vender nossa posição. O saldo não foi positivo. Nosso preço médio de compra foi de aproximadamente R\$7,50 e o preço médio de venda de R\$5,30. Durante o período de investimento foram pagos por volta de R\$ 1,10 de dividendos por ação, resultando em um retorno no período negativo de 14,7% (contra uma queda de 7,4% do Ibovespa).

DESEMPENHO DA CARTEIRA

I. JB FOCUS FIC DE FIA

Em 2011, o fundo obteve um resultado negativo de 3,0% comparado à queda de 12,5% do IGC e de 18,1% do Ibovespa.

Na tabela abaixo, resumimos o desempenho da carteira:

Retorno	Retorno e risco da carteira			
	JB Focus	IGC	Ibovespa	IGPM+6%
Desde o início	199,4%	115,0%	91,3%	108,5%
Médio anual	19,0%	12,9%	10,9%	12,4%
12m	-3,0%	-12,5%	-18,1%	11,7%
24m	22,1%	-1,5%	-17,3%	32,0%
36m	109,6%	80,7%	51,1%	37,7%
48m	57,8%	-1,8%	-11,2%	60,6%
60m	101,2%	29,2%	27,6%	84,1%
Vol. média anual	16,5%	21,6%	24,5%	n.a.

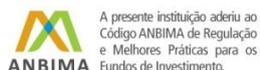
Fonte: Economática e BNY Mellon.

Na tabela seguinte, seguem as principais contribuições positivas e negativas no ano de 2011:

Principais contribuições da carteira (em 2011)			
	Positivas		Negativas
AES Tiête ON	2,4%	Saraiva PN	-4,0%
Ambev ON	1,6%	Met. Gerdau PN	-2,1%
Tractebel ON	1,2%	Bematech ON	-1,4%

Fonte: JBI

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 Data de início: 16/09/2005 Categoria ANBID: Ações livre Código ANBID: 156981 ISIN: BRJRDBCTF005	Código Bloomberg: JARDBOT BZ PL (últimos 12m): R\$ 67,1MM PL atual: R\$ 62,7MM PL Master: R\$ 71,4MM PL JBI: R\$ 352,6MM
REGRAS DE MOVIMENTAÇÃO	Horário para movimentações: até 13:00 hrs Novos cadastros: até 12:30 hrs Aplicação (conversão de cotas): D+1 Aplicação inicial mínima: R\$ 25 mil Movimentações mínimas: R\$ 10 mil Saldo mínimo de permanência: R\$ 25 mil	Resgate (isento de taxa de saída*): ▪ Conversão de cotas: D+12 dias corridos ▪ Pagamento: D+3 dias úteis após conversão Resgate (com taxa de saída*): ▪ Conversão de cotas: D+1 ▪ Pagamento: D+3 dias úteis da conversão <i>*Taxa de saída: 10% sobre o montante resgatado revertido ao fundo</i>
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 Custodiante: Bradesco Auditor: Pricewaterhouse Coopers	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



* 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 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/>