



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #12

Maio 2013

ÍNDICE

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DOS ÚLTIMOS 12M.....	3
CASO DE INVESTIMENTO – FLEURY	4
O MERCADO EDITORIAL BRASILEIRO	6

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DOS ÚLTIMOS 12M

Nos últimos 12m, o fundo apresentou uma rentabilidade de 10,6% comparada a um retorno de 5,5% do IGC e -9,6% do Ibovespa. As maiores contribuições vieram de Saraiva e Duratex e as menores de AES Tietê e Fleury.

A ação de Saraiva sobe 29,1% no ano (até abril) e 51,1% nos últimos 12m. Isto é em parte reflexo dos bons resultados operacionais: melhores margens na Livraria e vendas acima do previsto na Editora. Além disso, temos que considerar a menor base de comparação, em função da queda de 50% da ação em 2011, influenciada principalmente pela notícia da entrada da Amazon no Brasil. No final de 2011, Saraiva representava 4,5% do patrimônio do fundo. Com o aumento no desconto do preço em relação ao valor que consideramos justo e, ainda, por acreditarmos que o mercado não considerava as altas barreiras logísticas que a Amazon enfrentaria, aumentamos a posição para 6,0% da carteira.

A ação de Duratex sobe 12,2% no ano (até abril) e 51,8% nos últimos 12m. A boa performance é resultado do forte desempenho operacional que a companhia vem apresentando nos últimos trimestres, com receita e margens acima do esperado. Começamos a montar a posição no final do 1T12, depois que a ação caiu 38,4% em 2011 com resultados que frustraram o mercado por fatores conjunturais e não operacionais. Enxergamos uma boa oportunidade na época,

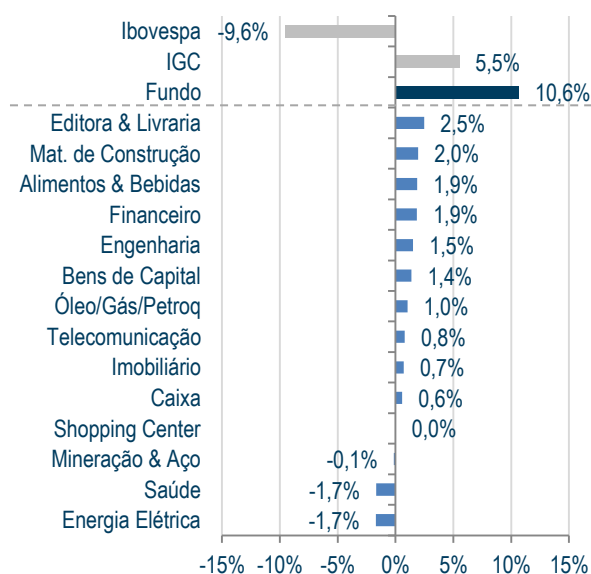
conforme descrito na Carta Focus #10, e gradualmente aumentamos a posição durante 2012 e 2013 – hoje representa 7,0% da carteira.

O desempenho da AES Tietê continua a refletir o impacto negativo que as novas regras para a renovação das concessões tiveram no setor elétrico (ver Carta Focus #11). No ano (até abril) a ação caiu 9,6% e 14,3% nos últimos 12m. Temos reduzido o peso no setor devido a maior interferência política.

A segunda menor contribuição veio de Fleury, que no ano (até abril) caiu 17,1% e 21,4% nos últimos 12m.

Resumo das Contribuições dos Últimos 12m

Maior		Menor	
Saraiva	2,5%	AES Tietê	-2,0%
Duratex	2,0%	Fleury	-1,7%



CASO DE INVESTIMENTO – FLEURY

A Fleury presta serviços de medicina diagnóstica (imagem e exames laboratoriais) através de 200 unidades de atendimento e atua em 29 hospitais. Acompanhamos a companhia desde sua abertura de capital em Dezembro de 2009. A ação valorizou-se 70% até meados de 2012 quando a oportunidade de investimento finalmente se materializou após uma queda de mais de 20% em poucas semanas. Naquela época o mercado se mostrou reticente com a desaceleração do crescimento orgânico de receitas da Fleury e as perspectivas menos animadoras de crescimento de emprego formal no país.

O setor de saúde brasileiro apresenta perspectivas favoráveis de longo prazo. A geração líquida de empregos formais subiu bastante nos últimos 7 anos, atingindo o recorde de 2,5 milhões de novos postos criados em 2010 (1,2Mi em 2012). Uma das características do emprego formal é a oferta de um plano de saúde por parte da companhia empregadora. O número de vidas dos planos privados cresceu 5,3% ao ano no período 2003-10 elevando a penetração de 18% para 25% da população brasileira. Outro fundamento favorável do setor é o fato de que a pirâmide populacional brasileira está mudando em direção a um percentual maior de idosos: dos atuais 10% da população com idade superior a 60 anos, devemos atingir 30% em 2050. Pessoas idosas fazem pelo menos três vezes mais exames do que indivíduos de meia idade.

Apesar de um crescimento de vendas de 18,7% no 1T12 em comparação com o 1T11, baseamos nossa análise em um crescimento mais conservador para os

próximos anos. Além disso, acreditamos que a melhora operacional da empresa virá não só das tendências macroeconômicas, como criação de empregos e seu correspondente crescimento na adição de planos de saúde privados, mas principalmente pela maturação, ao longo de 2013, dos investimentos em novas unidades feitos em 2011 e sinergias advindas de aquisições. A Fleury adquiriu a maior operação de diagnósticos do Rio de Janeiro (Labs D'or) em meados de 2011, sendo que a integração completa dessa operação deve trazer importantes sinergias, além de um melhor mix de receita, dado que a Labs é mais concentrada em exames de imagem do que clínicos.

Portanto, o envelhecimento da população, as novas unidades e as sinergias da Labs devem ser mais do que suficientes para produzir um crescimento orgânico de 10% nas receitas e melhorar a margem EBITDA de 18% para níveis acima de 20% em 2013.

No ano a ação apresenta queda de 17% até o fechamento de abril. Alguns fatores explicam parcialmente esse movimento: (1) o anúncio de um plano de investimentos recorde de R\$ 300 milhões que não foi bem entendido pelo mercado, pois focava na abertura de novas unidades na concorrida São Paulo; (2) maior agressividade de três competidores (Hospital Einstein, Sírio e Libanês e Hospital do Coração) em relação aos seus planos de expansão no negócio de serviços diagnósticos; e (3) conversão de ações da *holding* em ações de Fleury por alguns dos acionistas controladores da companhia, criando uma possível pressão vendedora de até 6% do capital total.

A companhia foi proativa e fez eventos detalhando seu plano de expansão. Do total de R\$ 300 milhões anunciados, R\$ 215 milhões de fato serão para expansões ao longo de 2013 e 2014, o que não difere muito do valor investido em abertura de novas unidades em 2011 e 2012, de R\$ 165 milhões. Explicou também que o foco na marca Fleury, concentrada em São Paulo se justifica por esta ser a marca mais rentável e com maior demanda reprimida – apesar da concorrência. Acreditamos que a estratégia resultará em melhores margens. Além disso, a companhia tem sido praticamente a única do setor a reajustar os preços dos seus serviços junto aos planos privados pela inflação.

O aumento da concorrência é um dado não ignorado pela companhia, mas vale constatar que num ano em que o setor de diagnósticos cresceu 7%, a Fleury registrou aumento orgânico de receitas de 12%, apesar

do baixo crescimento do PIB (0,9%). Parece assim haver espaço para diversos competidores, e mais ainda para a qualidade de serviços demonstrada pelo grupo Fleury.

Em relação à conversão das ações da *holding* pelos médicos para ações de Fleury, consideramos um movimento natural que deve ocorrer de tempos em tempos por necessidade de liquidez de alguns desses acionistas.

Utilizando premissas conservadoras chegamos a um desconto de aproximadamente 30% para seu valor justo. E, talvez mais importante, em cenários de *stress*, vemos o potencial de perda limitado a 20%. Fleury é uma das principais posições de nosso portfólio, alocação essa que entendemos ser adequada às perspectivas positivas da companhia no médio-longo prazo.

O MERCADO EDITORIAL BRASILEIRO

Como investidores de Saraiva e buscando aprofundar nosso conhecimento sobre o ambiente competitivo no mercado editorial, conversamos recentemente com uma editora (concorrente da Saraiva) sobre a chegada da Amazon no Brasil e seus possíveis impactos em livros físicos e digitais (e-books).

Livros físicos: na maioria dos países, os editores determinam o preço de capa dos livros físicos e os varejistas podem aplicar o desconto que desejarem sobre esse preço. Isso permite que a Amazon venda com grande desconto em relação às livrarias (lojas físicas). Os cem livros físicos mais vendidos pela Amazon nos EUA são oferecidos com cerca 40% de desconto quando comparamos com as livrarias. Em alguns poucos países, como França e Alemanha, o preço de venda do livro é fixo.

No Brasil, a tendência é que o preço médio dos livros físicos sofra redução nos próximos anos, com a operação da Amazon se estendendo para esse mercado provavelmente já em meados de 2013 (ela estreou por aqui em dezembro de 2012, vendendo apenas livros digitais). Enquanto as atenções estão todas voltadas para os *e-books*, a guerra de preços nos livros físicos é a que traz as maiores preocupações por ser mais forte e corrosiva

As grandes varejistas *on-line* compram os livros das editoras com cerca de 50% de desconto para o preço de capa final que encontramos nas lojas físicas. No entanto, principalmente no caso de *best sellers*, chegam a oferecer descontos tão agressivos que praticamente não há margem de lucro. Podemos citar como exemplo o *best seller* "O Código da Vinci".

Vendido por R\$40,00 nas lojas físicas, chegava a ser encontrado por R\$21,00 nas varejistas *online*, apesar de terem pago R\$20,00 por exemplar. Elas colocavam sempre a culpa nas concorrentes, dizendo que estas que baixavam os preços primeiro. A editora com a qual conversamos conseguiu então um acordo verbal com os maiores varejistas de livros *on-line* (Saraiva e B2W), limitando o desconto oferecido a 25% do preço das lojas físicas. Com isso, "O Código da Vinci" não poderia ser vendido por menos de R\$30,00. Ela criou ainda um mecanismo que detecta quem é que está baixando o preço primeiro e quando o desconto rompe os 25%. Desta forma, consegue, de certo modo, controlar o desconto.

No entanto, com a entrada na Amazon na venda de livros físicos, acreditamos que ficará bem mais difícil o controle desses descontos. O acordo citado com as varejistas *on-line* é apenas verbal, não existindo qualquer tipo de contrato. Além disso, a Amazon pode vender o livro pelo preço que quiser, uma vez que já comprou e pagou por ele. É muito improvável que aceite qualquer tipo de interferência por parte das editoras.

Com isso, vemos a entrada da Amazon no mercado de venda de livros físicos como uma ameaça à manutenção dos preços atuais. No entanto, acreditamos que a experiência física continuará sendo importante e que veremos ainda expansão de metro quadrado de lojas no Brasil ao longo dos próximos anos. Nunca houve tantos brasileiros em idade produtiva, sendo que este número continuará

crescendo pelos próximos 15 anos. A competição está crescendo, mas o mercado consumidor também.

Desta forma, apesar de uma possível redução no preço dos livros, vemos o volume de vendas crescendo nos próximos anos, com a manutenção de operações saudáveis no varejo físico.

E-books: quando a Amazon lançou o *Kindle* nos EUA, há cinco anos, o preço médio dos livros físicos era de U\$25.00 e ela pagava 50% desse valor pelos livros digitais. No entanto, apesar de pagar U\$12.50, vendia os mesmos por USD 9.90, perdendo dinheiro. As editoras acharam apenas curioso em um primeiro momento, mas depois ficaram com medo que ela se tornasse dominante e com isso, quando já tivesse eliminado a maior parte da concorrência, poderia determinar sozinha o preço de compra (ex.U\$ 5.00) Isso, no entanto, não chegou a se concretizar.

Surgiu a Apple, oferecendo às editoras outro tipo de relação, através de Contratos de Agência. Neste modelo, quem escolhe o preço de venda do *e-book* é o editor, ficando a Apple (a agência) com 30% do valor de venda. Havia apenas um limite máximo de preço estabelecido, de U\$15.00, e o requerimento de igualdade de negociação com outros varejistas. Com isso, as editoras exigiram que a Amazon também aceitasse esse modelo e o preço de venda do livro digital saiu de U\$9.90 para cerca de U\$13.00.

No início de 2012, o Departamento de Justiça dos Estados Unidos, possivelmente sob influência da Amazon, entrou com uma ação contra cinco editoras e a Apple, acusando-as de formação de cartel e elevação do preço dos *e-books*. Três destas editoras já fecharam um acordo com o Departamento de Justiça e a Amazon voltou, imediatamente, a aplicar descontos em títulos dessas companhias. Na União Europeia, onde corria

processo semelhante desde o fim de 2011, a Apple e quatro editoras também fecharam um acordo em dezembro de 2012. Elas permitirão que os varejistas reduzam os preços dos livros eletrônicos, oferecendo descontos por um período de dois anos. Também suspenderão por cinco anos os contratos que proibiam as editoras de venderem livros eletrônicos por preços mais baixos que a Apple.

No Brasil, a Amazon começou a sondar as editoras em 2009, mas as mesmas se mostraram reativas ao fechamento de um acordo com a varejista, uma vez que seu modelo de descontos agressivos poderia comprometer a saúde das operações editoriais brasileiras, como ocorreu nos EUA. Começaram então a desenhar uma estratégia de defesa e sete grandes editoras (Sextante, Rocco, Objetiva, Record, Novo Conceito, LP&M e Planeta), responsáveis por 45% do mercado de ficção e não ficção, formaram a DLD (Distribuidora de Livros Digitais) em 2010.

No final do mesmo ano, a Saraiva lançou sua loja digital e o contrato firmado com as editoras seguiu o modelo de agência. As editoras determinavam o preço de venda do *e-book* e davam 35% do valor para a Saraiva. Além disso, o preço do *e-book* poderia ser no máximo 70% do preço do livro físico e a Saraiva poderia oferecer um desconto de no máximo 20% para o preço estabelecido pelo editor. Após a Saraiva, outras varejistas on-line abriram suas lojas digitais e fecharam contratos com a DLD nesses mesmos moldes. Até que, no final de 2012, foi fechado o contrato com a Amazon nas mesmas condições descritas acima, com a diferença do desconto máximo para o preço determinado pelo editor poder ser agora de no máximo 5%. A Saraiva e outras varejistas também tiveram que aceitar o desconto máximo de 5% versus 20% anteriormente, sendo todos os contratos

iguais. As grandes forças do *e-commerce* brasileiro de livros digitais são Saraiva, B2W, Nova.com e Livraria Cultura. Juntam-se a elas Amazon, Apple e Google.

Desta forma, o mercado de *e-books* está mais protegido que o de livros físicos, sendo que ele ainda é muito incipiente, representando apenas 0.5% do

mercado de livros no Brasil. Para o desenvolvimento deste mercado, é necessária a democratização dos dispositivos de *hardware*. A Livraria Cultura lançou o Kobo a R\$399 e o *Kindle* já está disponível para venda com o preço sugerido de R\$299, sendo esses valores ainda elevados para a grande maioria da população brasileira.

DISCLAIMER

*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/>