



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #13

Setembro 2013

ÍNDICE

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DOS ÚLTIMOS 12 MESES	3
MEDINDO A GOVERNANÇA	4
CASO DE INVESTIMENTO – MULTIPLAN	7

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES DOS ÚLTIMOS 12 MESES

Nos últimos 12 meses, o JBI Focus FIC FIA apresentou uma rentabilidade de 4,6% comparada a um retorno de 2,4% do IGC e -12,4% do Ibovespa. As maiores contribuições vieram de BRF e Saraiva e as menores de Fleury e AES Tietê.

A ação de BRF sobe 32,7% no ano (até agosto) e 71,7% nos últimos 12 meses. A companhia passou por mudanças significativas nesse período, com a nomeação de Abílio Diniz para a presidência do Conselho em abril e o anúncio de Claudio Galeazzi como novo presidente em agosto. A notícia agradou os investidores que, com base no histórico de sucesso de Galeazzi no Pão de Açúcar, esperam ganhos de eficiência na companhia. A desvalorização cambial também explica em parte uma melhor perspectiva para os resultados da BRF, já que 40% de seu faturamento vem do mercado externo. Montamos uma posição na empresa em julho de 2012 que hoje representa 5% do portfólio.

A ação de Saraiva praticamente não sofreu variação no ano (até agosto), mas sobe 30,7% em 12 meses. A performance ainda é fruto do bom desempenho operacional que a companhia apresentou em 2012. Saraiva é uma posição que temos desde o início do fundo e hoje representa 5% do portfólio.

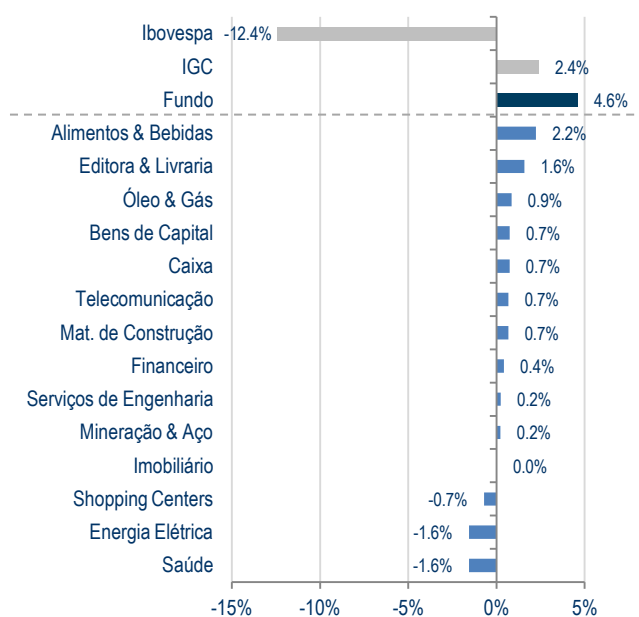
A menor contribuição veio de Fleury que no ano (até agosto) caiu 18,7% e -14,7% nos últimos 12 meses. A companhia tem reportado um crescimento consistente no seu faturamento, porém com uma margem líquida abaixo da expectativa do mercado. Um tema relevante para este investimento é a questão demográfica:

apenas 10% da população brasileira hoje possui mais de 60 anos, enquanto em 30 anos espera-se que este percentual atinja 30%, com impacto direto na quantidade de exames realizados nesta faixa etária. Começamos a montar uma posição na empresa em setembro de 2012, que hoje representa 7% do portfólio.

A segunda menor contribuição veio de AES Tietê, que no ano (até agosto) caiu 3,8% e -9,5% em 12 meses. O setor continua a refletir o impacto negativo que as novas regras para a renovação das concessões tiveram no setor elétrico (ver Carta Focus #11). Desde então temos gradativamente reduzido a exposição ao setor. Hoje AES Tietê representa 6% do portfólio.

Resumo das Contribuições dos Últimos 12m

Maior		Menor	
BRF	2.2%	AES Tietê	-1.1%
Saraiva	1.6%	Fleury	-1.6%



MEDINDO A GOVERNANÇA

Desde a criação da nossa estratégia de ações em 2005, enfatizamos a importância da análise de critérios de governança para a seleção de nossos investimentos. Passados 8 anos, acreditamos já ser possível observar de que maneira essa variável contribuiu para o retorno de nossa carteira e, sobretudo, para a proteção do capital de nossos investidores.

Uma parte fundamental do nosso processo de análise consiste em eliminar do nosso universo de investimento empresas que acreditamos não possuir práticas corporativas adequadas para que nos sintamos confortáveis como acionistas minoritários. O que exatamente queremos dizer com isso? Basicamente, sabemos que como acionistas minoritários não poderemos a princípio exercer influência direta sobre os controladores das companhias em que investimos e por isso devemos nos resguardar para assegurarmos que níveis mínimos de transparência e alinhamento de interesses sejam observados pelas companhias que integram nosso universo potencial de investimento.

Internamente, essa análise se dá de forma bastante estruturada, atribuindo-se notas às companhias de acordo com uma série de critérios definidos pela equipe de investimentos. Já discutimos em cartas passadas, mas vale sempre lembrar, que companhias estatais são eliminadas neste processo, dado o desalinhamento intrínseco a sua natureza jurídica: o interesse público não necessariamente coincide com o interesse econômico, podendo resultar em perdas substanciais de valor aos acionistas. Da

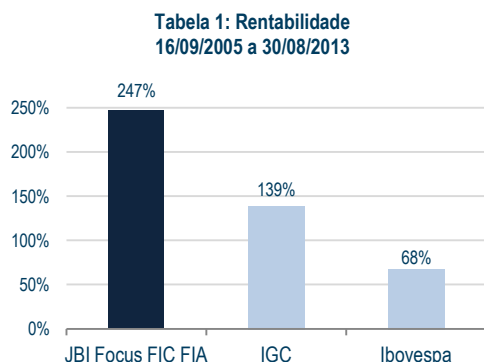
mesma forma, analisamos a fundo o histórico dos controladores e administradores, observando, entre outros, negociações efetuadas com ações da companhia, contratos com partes relacionadas, bem como a presença de queixas formais de minoritários à CVM. Com isso buscamos acima de tudo preservar nossos investimentos, evitando surpresas desagradáveis no futuro.

Mas como saber se estamos fazendo a coisa certa?

Felizmente não fomos os primeiros a acreditar que boas práticas de governança corporativa poderiam gerar valor no longo prazo. No Brasil, essa discussão começou a tomar forma em meados de 2000, quando a então Bovespa criou segmentos de listagem especiais para aquelas empresas que se comprometessem com práticas adicionais de governança. Em seguida, foi criado o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), que agrupou em uma única carteira todas as companhias que aderiram a um desses segmentos (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Dessa forma, temos no desempenho do IGC, um primeiro indicativo da possível criação de valor proporcionada por boas práticas de governança. De fato, se observarmos o desempenho do índice desde seu início em junho de 2001 até o fechamento de agosto desse ano, observamos um retorno de 642% comparado a 244% do Ibovespa, uma diferença considerável. Limitando o período de análise ao de existência do nosso fundo, esse diferencial se mantém, o IGC tendo gerado retornos de 139% e o Ibovespa de 68% (vide Tabela 1 abaixo). Nesse mesmo período, nossa carteira obteve um retorno de 247% e

acreditamos que esse diferencial se deva justamente a rigidez com que aplicamos nosso filtro de governança aliada à escolha acertada de papéis.



Embora uma excelente iniciativa, o IGC se limita a incorporar a sua carteira papéis com base meramente em seus segmentos de listagem. Obviamente, este já é um passo importante dado que para integrar esses segmentos, as companhias precisaram se comprometer com requisitos mínimos tais como um *free float* de ao menos 25%, *tag along* de 80% a 100% (a partir do Nível 2) e a divulgação mensal da negociação de ações da companhia pelo controlador.

Mas o simples fato de integrar um destes níveis não é garantia suficiente para que incluamos uma determinada ação em nosso universo. Da mesma forma, podemos investir em papéis que não integram quaisquer desses segmentos, desde que estejamos confortáveis com nossa análise de determinada empresa, não apenas do ponto de vista da governança em si, como também, do caso de investimento propriamente dito. Fazemos um acompanhamento mais detalhado, observando questões mais específicas, tais como a política de remuneração dos executivos, mas com uma grande dose subjetiva também, em muito favorecida pela larga experiência dos sócios da JBI nessa área.

De qualquer forma, acreditamos que a melhor maneira de avaliar o desempenho de nossa carteira seja a partir da análise de janelas de investimento. Afinal, não basta gerar bons retornos em um período específico, é preciso ser consistente no longo prazo. Por isso, propomos aos nossos cotistas que analisem o nosso desempenho em períodos de no mínimo 5 anos, tempo que julgamos suficiente para que a estratégia demonstre sua consistência e para incorporar períodos de alta e baixa do mercado.

Com esse intuito, elaboramos o quadro abaixo:

Tabela 2: Rentabilidade
Janelas móveis de 5 anos

	JBI Focus FIC FIA	IGC	Ibovespa
Retorno médio	113%	46%	35%
Melhor retorno	201%	156%	148%
Pior retorno	64%	1%	-30%
Janelas positivas	100%	100%	69%

Nele podemos observar que o cotista que investiu no pior momento desses 8 anos, em julho de 2007, isto é, logo antes da crise de 2008, ainda assim obteve um retorno de 64%. Um investimento no IGC praticamente não teria sofrido qualquer alteração no período enquanto no Ibovespa a perda teria sido de -7%, tendo atingido -30% na pior janela deste índice.

Ainda que esta não seja uma análise formal de quanto valor é adicionado por melhores práticas de governança, acreditamos ser um bom indicativo. Obviamente, o Ibovespa possui suas deficiências, e inclusive terá sua metodologia alterada em breve, mas não deixa de ser o indicador mais acompanhado do mercado brasileiro. Assim também o IGC, embora não perfeitamente, permite uma melhor percepção de como certas companhias que vão além das exigências legais no tratamento de seus minoritários se destacam no retorno de seus papéis.

Ainda que em momento nenhum de nosso processo de investimento levemos em conta a composição de quaisquer desses índices, os mesmos não deixam de ser um comparativo interessante para esta tentativa de mensurar o valor adicionado pela governança. Com base nessa rápida análise, percebemos que, no Brasil, esta foi sem dúvida uma variável relevante nos últimos

anos. No caso específico da JBI, o estudo minucioso desse aspecto combinado com a construção de um portfólio sólido nos permitiu não só atingir nosso objetivo principal de preservar capital em diferentes períodos de investimento, como também obter retornos diferenciados em relação aos principais indicadores do mercado.

CASO DE INVESTIMENTO – MULTIPLAN

A Multiplan desenvolve, administra e é proprietária de shoppings centers no Brasil. Também atua na incorporação de edifícios residenciais e escritórios no entorno dos shoppings o que permite capturar sinergias e aumentar o fluxo de pessoas dos mesmos. A empresa possui 17 shoppings centers de alta qualidade, mais de 4.600 lojas, e tem a segunda maior área locável do país, de 700 mil m².

O setor tem algumas características que buscamos nas empresas da nossa carteira: resiliência de receita, com margens elevadas e previsíveis. Ao longo dos últimos anos, o crescimento médio de vendas em shoppings tem sido superior ao do varejo em geral (17,5% vs. 10,7%), com a penetração nas vendas totais saindo de 18% em 2006 para 25% em 2012. Apenas para fins de comparação, essa penetração dos shoppings é de 54% nos EUA e de 53% no México. Acreditamos que essa tendência irá continuar apesar do atual ambiente econômico de menor crescimento e maior inflação. Isso porque cada vez mais os consumidores buscam segurança e conveniência na hora de fazer suas compras. Além disso, existe ainda uma forte demanda por espaços adicionais em shoppings no Brasil, tanto de marcas internacionais que estão entrando no país quanto de marcas locais em fase de expansão. Duas marcas internacionais, GAP e Forever 21, anunciaram recentemente sua entrada no país e ambas escolheram um shopping da Multiplan (MorumbiShopping, em São Paulo) para abrir sua primeira loja. No que diz respeito à previsibilidade e margem de segurança do negócio, os contratos de locação tem prazos longos com correção das receitas

por inflação, impondo severas multas em caso de rescisão antecipada.

Os ativos *premium* da companhia, suas sólidas relações comerciais, reconhecimento de marca e *mix* de lojas bem administrado são as razões pelas quais ela é capaz de atrair um maior tráfego de clientes. A Multiplan possui, ao mesmo tempo, um portfólio de shoppings defensivo e um *pipeline* bem interessante. Ao longo dos últimos cinco anos, a companhia apresentou um crescimento médio das receitas de aluguel (considerando sempre mesmas lojas) 4.0% acima da inflação. Entre as empresas do setor listadas em bolsa, é a que possui maior nível de aluguel mínimo e menor percentual de receita atrelada ao desempenho dos lojistas, ficando menos exposta à volatilidade das vendas. Quase 60% de sua receita vem de aluguel sendo que destes, 90% vem do aluguel mínimo e os 10% restantes são divididos entre o aluguel complementar e receitas de *merchandising*.

Começamos a investir em Multiplan no final de março, quando a companhia levantou cerca de R\$600 milhões em uma oferta adicional de ações. Os recursos serão utilizados em novos projetos de shoppings centers e torres comerciais (50%), na expansão de shoppings existentes (30%) e no desenvolvimento de projetos para venda (20%). A empresa planeja abrir um novo shopping em 2013, acabou de anunciar outro com inauguração prevista para 2016 e mais quatro devem ser anunciados ao longo de 2014 e 2015. Além disso, há 150 mil m² de potencial para expansão em shoppings já existentes e um banco de terrenos de 631 mil m² para o desenvolvimento de projetos multiuso.

No setor de shopping centers, a Multiplan é a empresa listada que apresenta os melhores indicadores quando analisamos, por exemplo, Receita Anual de Aluguel/m² (R\$1.2mil vs. R\$0.9mil média dos *peers*), EBITDA Anual/m² (R\$1.3mil vs. R\$1.0mil) e FFO Anual/m²^[1] (R\$1.1mil vs. R\$0.6mil).

^[1] FFO significa *Funds From Operations* e é uma medida de geração de caixa, calculada pela soma do lucro líquido, depreciação e amortização.

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/>