



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #15

Maio 2014

ÍNDICE

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES NO ANO	3
CASO DE INVESTIMENTO – QUEIROZ GALVÃO EXPLORAÇÃO E PRODUÇÃO	5

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES NO ANO

O ano começou com muitas discussões a respeito dos rumos da política monetária americana no cenário externo e incertezas a respeito da conclusão dos preparativos para a Copa do Mundo, riscos de racionamento de energia e início de campanha eleitoral no país.

Em um cenário como esse, fundamentos deixam de prevalecer na precificação de ativos e o mercado passa a reagir de maneira desproporcional a quaisquer rumores ainda que carentes de embasamento. Basta observar, por exemplo, o que tem ocorrido com as ações de Petrobrás que em um intervalo de 4 meses chegaram a cair 26% em função das discussões envolvendo a instalação de uma CPI para em seguida subirem mais de 40% após a divulgação de novas pesquisas eleitorais indicando uma queda na popularidade do governo Dilma. Como sabem e não cansamos de repetir, não investimos em empresas estatais, mas elas são um bom exemplo da irracionalidade recente que tomou conta do mercado. Situação semelhante ocorreu com Eletrobrás, esta penalizada no passado pela renovação atrapalhada das concessões que discutimos na Carta JBI Focus #11 e mais recentemente pelas perspectivas de racionamento, mas que também funciona como termômetro político.

Nesses momentos de instabilidade e volatilidade elevada, é preciso ter cautela e manter o foco e a disciplina, já que podem surgir também oportunidades interessantes de investimento. Para aproveitá-las, é preciso estar preparado para agir em situações a princípio desfavoráveis, indo na contra mão do senso comum e apostando em empresas que estejam sendo

penalizadas pelos investidores. Esse tipo de atitude requer sobretudo um conhecimento profundo daquilo que se pretende comprar. Primeiramente para determinar se de fato a queda do papel no curto prazo carece de fundamento ou se, pelo contrário, foi motivada por fatores que conseguimos entender plenamente e estamos confortáveis. Em qualquer caso, apenas uma análise detalhada do negócio *ex ante* pode trazer a tranquilidade necessária para agir nesses momentos de turbulência e assegurar uma boa margem de segurança. Foi assim no ano passado quando aproveitamos a penalização do setor de Óleo & Gás como um todo após a derrocada das companhias “X” para montar uma posição em Queiroz Galvão Exploração e Produção (detalhada na próxima seção).

Tratando especificamente do retorno do JBI Focus FIA, até o final de abril o fundo acumulava uma queda de -7,3% no ano, comparada a um retorno de 0,2% tanto do Ibovespa quanto do IGC. Desde o início da estratégia, em 2005, o fundo apresenta uma rentabilidade de 228,9%, líquida de todos os custos (vs. 151,2% do IGC e 74,0% do Ibovespa).

Nesse primeiro quadrimestre, as menores contribuições foram geradas por Metalúrgica Gerdau (-31%) e Duratex (-19%).

Gerdau teve seu resultado afetado pelo fraco desempenho de sua operação nos Estados Unidos responsável por 30% de seu faturamento. O longo e rigoroso inverno prejudicou as vendas de aços longos na região, assim como o aumento das importações. Houve também queda significativa das exportações de produtos produzidos no Brasil, em parte compensada

por um crescimento nas vendas para o mercado interno. A companhia prevê ainda um aumento no montante de investimentos necessários em 2014 em função da desvalorização cambial (assim como a receita, a maior parte dos investimentos é em dólares), além dos maiores gastos previstos com a expansão da atividade de mineração, que já representa 10% do resultado operacional da companhia. Para nós, Gerdau segue como uma alternativa interessante de exposição ao setor de infraestrutura, complementando outras posições que mantemos em carteira.

Duratex também teve seu desempenho em grande parte afetado pelos resultados trimestrais. Houve forte pressão nos custos, sobretudo devido aos maiores preços de metanol e ao câmbio desvalorizado. Além disso, a companhia passou a consolidar os resultados da Tablemac, empresa colombiana na qual detém participação de 80% e que tem margens menores. O cenário de curto prazo é desafiador no segmento de madeira, com queda de volume e dificuldade em aumento de preços. Aproveitamos essa correção do mercado para aumentar nossa posição, uma vez que seguimos com perspectivas positivas para o longo prazo. A Duratex possui vantagens competitivas relevantes, sendo uma das poucas do setor a ter um alto grau de verticalização no segmento de madeira, além de uma relevante capacidade florestal excedente que permite um nível de crescimento significativo em sua produção sem ter que recorrer a terceiros. Após uma expansão de capacidade considerável ano passado, a companhia voltou a anunciar novos investimentos para a construção de novas fábricas a partir de 2016.

Em relação às contribuições positivas, os destaques ficaram por conta de Itaúsa e Telefônica Brasil, com alta de 13,1% e 8,7% respectivamente.

Itaú Unibanco divulgou o terceiro trimestre consecutivo de retorno sobre o patrimônio superior a 20%. A carteira de crédito segue crescendo sobretudo nos segmentos de cartão de crédito, imobiliário e consignado. Por outro lado, a melhor composição do *mix* da carteira com foco na redução dos riscos tem permitido uma redução constante nas despesas com provisões e na inadimplência, que atualmente se encontra no menor nível desde a fusão entre os dois bancos. **Itaúsa** permanece como um de nossos principais casos de investimento, tanto pelo potencial de expansão ainda presente – apenas para citar um exemplo, o índice de bancarização do Brasil, que mede o acesso da população a serviços financeiros, é de cerca de 55% comparado a índices superiores a 85% em países desenvolvidos – quanto pela proteção oferecida em momentos de contração econômica como o presente.

Já **Telefônica Brasil** continua a apresentar uma boa evolução em seu processo de reestruturação do negócio fixo (telefonia, banda larga e *pay TV*), enquanto segue realizando a migração de clientes pré-pago para pós-pago no segmento móvel. Por se tratar de um mercado consolidado, possui maior previsibilidade de receitas e conta com um maior nível de distribuição de dividendos, tendo encerrado 2013 com um *dividend yield* de 7%. Gostamos de empresas boas pagadoras de dividendos, pois também representam uma defesa natural para o portfólio ao assegurarem o pagamento de um fluxo recorrente de recursos.

CASO DE INVESTIMENTO – QUEIROZ GALVÃO E&P

A Queiroz Galvão Exploração e Produção (QGEP) é uma companhia independente de exploração e produção que iniciou suas atividades em 1996. Foi a única empresa de controle privado brasileiro no setor de E&P qualificada pela ANP nas rodadas de licitação de 2007 e 2008, para atuar como Operador A (em águas profundas e ultraprofundas). A companhia possui um portfólio diversificado de ativos com 15 blocos exploratórios distribuídos em 9 diferentes bacias sedimentares, incluindo reservatórios no pré-sal, localizados nas Bacias de Santos, Jequitinhonha e Camamu.

Uma das características mais importantes para nosso caso de investimento em QGEP é o fato da companhia já possuir ativos produtores das suas reservas provadas de gás natural no Campo de Manati, na costa da Bahia. Essa produção de gás, que é vendida a um preço previamente determinado e corrigido por inflação, gera um fluxo de caixa bastante previsível e independente do preço do petróleo que, na prática, cria um piso para a avaliação da companhia, nos ajudando a calcular a margem de segurança nesse investimento.

A QGEP tem uma sólida posição de caixa líquido (de pouco mais de R\$800 milhões), mais do que suficiente para cobrir seu plano de investimento para os próximos 2 anos e ainda ter uma sobra de cerca de R\$200 milhões. Há um alto grau de flexibilidade nesse plano de investimento e a companhia pode adiar alguns desembolsos, se for necessário. Além disso, a QGEP dispõe de uma linha de financiamento da Finep no total de R\$266 milhões (a um custo de 3,5% a.a., carência de 3 anos e prazo total de 7 anos) que deverá ser tomada

para ajudar no desenvolvimento do Campo de Atlanta, no bloco BS-4, na Bacia de Santos.

O Campo de Atlanta é o segundo ativo mais importante da QGEP. Ele está adicionando para a companhia reservas provadas e possíveis (chamadas de 2P) de quase 60 milhões de barris de óleo equivalente (boe) – praticamente o mesmo tamanho das reservas 2P que a QGEP tem em Manati. Em Atlanta, a QGEP é o operador do consórcio com uma participação de 30% e espera-se que o primeiro óleo desse campo seja no final de 2015 ou início de 2016.

Em seguida, temos o bloco BM-S-8, também na Bacia de Santos, e a descoberta de Carcará. Ainda não temos estimativas oficiais de tamanho ou de produção desse campo, mas já sabemos que se trata de um óleo de alta qualidade, leve e com pouco teor de impurezas. Especula-se que pode ser um campo de cerca de 1 bilhão de barris de óleo equivalente e a QGEP, que tem uma participação de 10% nesse consórcio, teria direito, portanto, a cerca de 100 Mboe. Os poços de extensão e de avaliação estão sendo perfurados e espera-se que o primeiro óleo dessa área aconteça no final de 2018 ou início de 2019. Até lá, poderemos acompanhar a evolução desse ativo pelos resultados das perfurações desses poços e testes de produtividade – a exemplo do que aconteceu com Atlanta.

Por fim, restam os outros blocos onde a QGEP ainda está concentrada na fase inicial de exploração. Na verdade, em dois deles a companhia já fez descobertas e planeja avançar para definir um plano de desenvolvimento dos campos. Nos outros blocos, gostamos do fato da QGEP ter áreas em diferentes

bacias, o que reduz o risco geológico. Essas outras áreas nos dão uma opcionalidade interessante para o caso de investimento.

Ao preço atual de mercado, QGEP3 está negociando praticamente ao valor do Campo de Manati mais o caixa atual existente, o que nos dá uma boa margem de segurança nesse investimento. Acreditamos que, adicionando-se apenas Atlanta e Carcará na avaliação da companhia, ela pode valer cerca de R\$12/ação (30% de potencial de valorização do preço atual). Como exercício de simulação, melhorando a avaliação para os mesmos campos (tanto em termos de tamanho de reservas quanto em termos de US\$/barril) e mantendo o dispêndio de investimentos programado para os próximos 2 anos, ainda assim vemos um potencial de valorização de cerca de 80%. Essa análise de sensibilidade com os três cenários nos dá uma boa ideia de como o balanço de risco x retorno nesse investimento nos parece favorável. Temos duas preocupações na montagem dessa posição: (i) comprar a ação somente quando ela está negociando muito próxima desse piso de *valuation*; e (ii) não ter uma posição muito significativa (> 5%) na carteira dado o risco inerente e inexorável a esse tipo de atividade (exploração e produção de petróleo).

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/>