



JARDIM BOTÂNICO INVESTIMENTOS

CARTA JBI FOCUS #14

Janeiro 2014

ÍNDICE

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES EM 2013.....	3
CASO DE INVESTIMENTO – VIVO (TELEFÔNICA BRASIL)	5

PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES EM 2013

Em 2013, o JBI Focus FIC FIA apresentou uma rentabilidade de -1,3% comparada a um retorno de -2,0% do IGC e -15,5% do Ibovespa. Os destaques positivos do ano foram Ultrapar e BRF enquanto as menores contribuições vieram de Vale e Fleury.

As ações de **Ultrapar** tiveram alta de 24% no ano, acompanhando o bom desempenho de todas as suas divisões. Em relação a Ipiranga (divisão de distribuição de combustíveis), a empresa vem se beneficiando de: (i) aumento de 50% da frota total de veículos nos últimos quatro anos (de 55 milhões em 2008 para 82 milhões em 2013); (ii) melhor mix de vendas, com uma proporção maior de gasolina (maior margem) e menor de álcool; (iii) melhores margens unitárias de álcool e gasolina em função da maior racionalidade dos participantes do mercado na precificação desses produtos; e (iv) maior volume de diesel comercializado pelo canal revendedor. Já Ultragaz (distribuição de gás em botijão) está colhendo os frutos do programa de redução de despesas e aumento de produtividade: após um fraco desempenho em 2012, vimos essa divisão voltar a registrar lucros operacionais (EBITDA) crescentes, mesmo com volumes de venda praticamente estáveis. A desvalorização do real em relação ao dólar, por sua vez, tem beneficiado a Oxiten (petroquímica), que tem seus preços atrelados à moeda norte-americana. Além disso, sua operação nos EUA lhe dará uma interessante vantagem à medida que utilizará como matéria-prima o *shale gas*, a preços bastante competitivos. Ultracargo (logística) apesar de ser ainda uma divisão pequena dentro do grupo, tem mostrado crescimentos consistentes e margens altas e estáveis. Recentemente a Ultrapar

anunciou sua entrada no ramo do varejo farmacêutico através da aquisição da Extrafarma. Essa rede é uma das maiores no Nordeste e a Ultrapar pretende investir para acelerar seu crescimento, abrindo novas lojas e aproveitando as sinergias de sua rede de postos e bases de abastecimento da Ultragaz. À primeira vista, esse plano de expansão e as metas estabelecidas para a Extrafarma nos parecem bastante agressivos, mas a Ultrapar tem um extenso histórico de sucesso em fusões e aquisições e pretende usar essa *expertise* para alavancar esse novo negócio, que continuará a ser gerido pelos antigos administradores, com grande conhecimento do operacional dessa indústria.

As ações de **BRF** encerraram o ano com alta de 18,4% contribuindo com 0,8 p.p. para o retorno do fundo. Como já comentamos em cartas anteriores, grande parte desse retorno se deve às mudanças realizadas na administração da companhia no primeiro semestre e as perspectivas de uma maior internacionalização das marcas. A queda nos preços de grãos também favoreceu a companhia por ter impacto direto em seus custos com ração de animais, enquanto o câmbio depreciado é visto com bons olhos já que o mercado externo representa cerca de 40% das receitas.

Fleury por sua vez gerou a menor contribuição do ano. Os resultados ainda fracos do terceiro trimestre foram mal recebidos pelo mercado que como sabemos reage excessivamente a notícias de curto prazo, levando a uma queda de -17,9% da ação em 2013. A grande questão que envolve Fleury diz respeito ao fato da empresa ter realizado um plano agressivo de investimentos em expansão. O crescimento via

aquisições e abertura de novas unidades requer tempo para ser consolidado, pois envolve por um lado gastos pré-operacionais com aluguel e treinamento de pessoal e por outro a necessidade de adequação das unidades adquiridas ao padrão de atendimento, funcionamento e sobretudo rentabilidade do grupo.

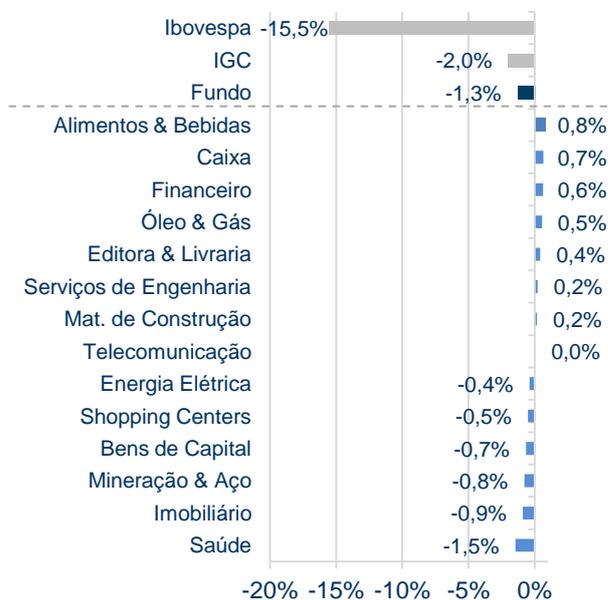
Com isso, observa-se em um primeiro momento um aumento expressivo de gastos sem a receita correspondente. As margens só se estabilizarão com o término deste período de adaptação e a retomada do crescimento. Parte da queda da ação foi revertida em novembro, quando a companhia confirmou que seus acionistas controladores estariam interessados na venda de sua participação acionária. A operação ainda não foi concluída, mas tudo indica que o comprador será um fundo de *private equity*. Possíveis interessados incluiriam os fundos Carlyle, KKR, Pátria e Gávea. Acreditamos que a entrada de um sócio estratégico poderá trazer um foco ainda maior na recuperação das margens e geração de valor.

Já **Vale** sofreu ao longo do ano com temores de uma desaceleração da economia chinesa, que representa 40% das vendas da companhia, bem como com incertezas envolvendo a tributação de suas subsidiárias no exterior. O cenário melhorou a partir do 3T13 com o foco no corte de custos e na redução de sua exposição a ativos não estratégicos. Vale realizou diversos desinvestimentos no ano com a venda de participações em empresas de fertilizantes, cobre, logística e alumínio. Além disso, assinou no final de novembro um acordo com o governo encerrando a disputa tributária. A adesão ao Refis terá um impacto

contábil de cerca de R\$ 20 bilhões no lucro da companhia em 2013, sendo que o pagamento de fato será parcelado ao longo de 14 anos, o que, em termos de valor presente, representa uma economia razoável em relação ao que se esperava que a companhia poderia ter que desembolsar. Além disso, a desvalorização do real é também benéfica para a companhia do ponto de vista operacional, já que o minério de ferro é cotado em dólares, mas a maior parte dos custos da empresa é em reais. A ação encerrou o ano com queda de -15,4%, e um P/L de 5,9.

Resumo das Contribuições em 2013

	Maior		Menor
Ultrapar	0,9%	Vale	-1,3%
BRF	0,8%	Fleury	-1,5%



CASO DE INVESTIMENTO – VIVO (TELEFÔNICA BRASIL)

Recentemente foram anunciados dois eventos corporativos no setor de telecomunicação que podem alterar o ambiente competitivo do mercado brasileiro: a fusão da Oi com a Portugal Telecom (PT) em uma nova empresa, CorpCo, onde a PT será a maior acionista com até 39% do capital social; e o aumento de participação da Telefónica Espanha (TEF) na Telecom Itália (TIT) - foco desta carta. O objetivo destes eventos foi de reduzir a alavancagem financeira tanto da Oi quanto da TIT.

Como investidores de Telefônica Brasil (VIVT4, Vivo), precisamos analisar os possíveis impactos, se houver, que estes movimentos podem gerar no setor e na companhia, em particular. Após termos investido em Telesp no período de 2005 até 2008, voltamos a ter participação na companhia em junho de 2011 já como Telef Brasil que integrou as operações de Telesp e Vivo (operadora móvel) após aquisição da participação da PT na Vivo pela TEF. Nossa tese de investimento em Telef Brasil baseia-se no fato de ser a operadora integrada com melhor qualidade de serviço, líder do segmento móvel com 29% do mercado e sua forte geração de caixa, o que lhe permite investir em novas tecnologias e ainda assim atingir um *dividend yield* médio de 7% a.a..

Acreditamos que a fusão Oi-PT é uma ameaça limitada à Telef Brasil. Mesmo com os R\$ 8 bilhões de aumento de capital anunciado, a nova empresa (CorpCo) ainda permanecerá com alto nível de alavancagem (3,0x dívida líquida / EBITDA versus 3,4x atual) dificultando suas necessidades de investimento na rede e na qualidade do serviço e consequente pagamento de dividendos. A CorpCo deve gerar fluxo de caixa

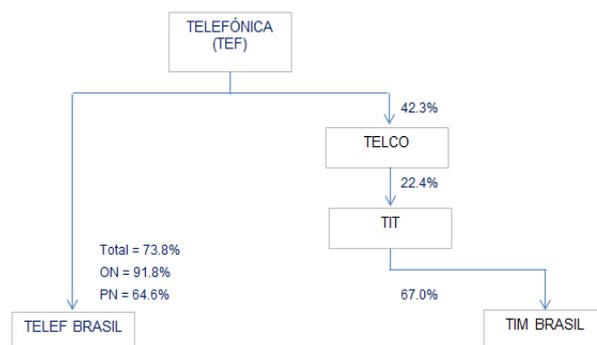
positivo somente no final de 2015. Além disso, a operação, como foi proposta, aparentemente parece gerar uma diluição excessiva dos minoritários. Conforme detalhamos na Carta Quadrimestral #2 de dezembro de 2009, nosso processo de investimento possui alguns filtros até chegarmos ao universo de empresas aptas a fazerem parte das carteiras. O critério de governança corporativa é fundamental ao longo desse processo e faz parte do nosso DNA. A complexa composição acionária e os interesses nem sempre alinhados dos acionistas controladores e dos minoritários fizeram com que não nos sentíssemos confortáveis com a empresa e dessa forma ela não faz parte de nosso universo de investimento.

Por outro lado, a operação na Telecom Itália pode ter consequências importantes para a Telefônica Brasil. A alavancada TIT (quase 3,0x EBITDA) estava com dificuldades de honrar obrigações de curto prazo. TEF decidiu então aumentar sua participação na holding (Telco, que detém 22,4% da TIT) para 66% através de um aumento de capital de EUR 320 milhões. O grupo espanhol ainda não possui a maioria do capital votante nesta primeira fase. A partir da segunda fase (iniciada em janeiro de 2014), a TEF tem o direito de aumentar sua participação para 70% e converter a posição do capital votante atingindo cerca de 65% dos direitos de voto da Telco. Há ainda uma opção de compra para adquirir a totalidade das ações da Telco. Considerando a necessidade de reduzir o endividamento tanto da TEF quanto da TIT, acreditamos que a TEF tentará adotar uma estratégia em que a TIT terá de alienar alguns de seus ativos, e a razão para executar a operação por etapas é ter tempo para encontrar

soluções sobre questões regulatórias na Itália e no Brasil. Por aqui, a TIM (subsidiária da TIT com 67% do seu capital) é a segunda operadora móvel com 27% de *market share*. Provavelmente a ANATEL e/ou CADE não permitiriam à TEF possuir as duas maiores operadoras de telefonia móvel, Vivo e TIM, que juntas representariam 56% do mercado móvel brasileiro. A solução ideal do ponto de vista regulatório seria a venda da TIM para uma empresa de telecomunicações que ainda não atue no Brasil - AT&T e Vodafone vêm à mente, mas não mostraram sinais de interesse. Nesse caso veríamos um ambiente competitivo mais agressivo, pois o novo operador provavelmente teria boa estrutura financeira e poderia ganhar razoável participação no mercado. Outra solução poderia ser uma mudança na regulamentação brasileira permitindo que a TIM fosse dividida em vários segmentos, onde cada player atual - Vivo, Oi, Claro e Nextel - pudesse concorrer por cada tranche. Neste caso, a estrutura desalavancada de capital da Telef Brasil (0,1x de nível de alavancagem) lhe daria certa vantagem para adquirir parcelas da TIM. Apesar de trabalharmos com uma baixa probabilidade da TIM ser fatiada, toda essa especulação em TIM despertou a questão do acionamento ou não do *tag along*. A situação não é clara e depende muito de qual será o desfecho deste caso. Vale revisitar o Processo Administrador RJ 2009/1956 da CVM, quando a TEF adquiriu participação de 42% na Olímpia, antiga holding que detinha os mesmos 22,4% da TIT e a posição da CVM foi pelo não acionamento do *tag along* na TIM por, basicamente, não considerar ter havido alienação de controle e também por um dos votos ter interpretado que a lei italiana deveria prevalecer e na Itália o *trigger* a ser acionado é somente quando se atinge 30%. Portanto, dependendo do que irá acontecer com a TIM, não é óbvio que o *tag along* será acionado e teremos

que analisar caso a caso. O mercado, em parte, está operando em cima disso. TIMP3 apresentou uma valorização de 11,3% versus -5,4% do Ibovespa desde o anúncio do aumento de participação da TEF na Telco até fechamento do ano.

Figura 1: participações da TEF no mercado brasileiro.



Para completar, no início de dezembro, o CADE impôs restrições à TEF. Os conselheiros do órgão concluíram que o aumento de participação na Telco, mesmo que em ações preferenciais nesta primeira etapa, não evita que haja uma interferência dos espanhóis na TIM. Apesar da Telesp e Vivo já terem feito todo processo de integração após saída da PT em 2011 e da própria ANATEL ter dado sinal verde à operação, a recente decisão do CADE obriga o grupo espanhol a buscar um novo sócio para a Telef Brasil, que teria 50% do controle, ou a vender as participações que adquiriu na TIM por meio da compra de ações da Telco. Segundo matérias vinculadas na mídia, o CADE teria dado de 12 a 18 meses para a TEF tomar alguma decisão. Nossa visão é que a saída encontrada pela TEF não será um sócio para compartilhar o controle na Vivo. A subsidiária brasileira é um ativo muito estratégico ao grupo espanhol, representa por volta de 20% do faturamento e 45% do lucro operacional. Além disso, a participação financeira direta da TEF na Vivo é de R\$ 35bi enquanto na TIM é de R\$ 4,6bi e já considerando como se a TEF tivesse 100% da Telco. Portanto, o *stake* da TEF na Telef Brasil é quase 10x maior do que

na TIM. Os espanhóis ou devem tentar reverter a situação com as autoridades brasileiras (inclusive já confirmaram que recorreriam da decisão do CADE) e obter algumas análises e estudos para provar que uma fusão no mercado seria até saudável para o setor (vide alguns países da América Latina e Europa) e, assim, poderiam fazer uma oferta pela TIM visando uma consolidação entre as duas empresas, ou terão que encontrar mesmo uma saída total ou no mínimo parcial da Telco a um nível que o governo brasileiro considere razoável.

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/>