

LEBLON
E Q U I T I E S

Carta Leblon 8

3º Tri 2011

www.leblonequities.com.br

É com satisfação que publicamos nossa oitava “Carta Leblon”. Esperamos que este canal de comunicação consiga, de forma sucinta, transmitir a nossa opinião sobre temas importantes que afetam nossas decisões de investimento

Obrigado e abraços,
Leblon Equities

Parte I – 3 anos da Leblon

É com muita satisfação que enviamos a Carta Leblon 8, que coincide com o aniversário de 3 anos da Leblon Equities. Como nos aniversários é comum alguma forma de avaliação do ano que passou, decidimos dedicar uma parte dessa Carta para avaliar os três anos que se passaram, tanto pelo lado do desenvolvimento da empresa como uma análise dos principais erros e acertos na nossa estratégia de investimento, dando destaque para alguns investimentos específicos.

Em nossa primeira Carta, escrevemos um pouco sobre o que julgávamos ser o nosso DNA e a nossa proposta como gestores de recursos voltados 100% para o mercado de ações brasileiro. Sem a pretensão de desenvolver um modelo melhor do que outro, procuramos – e julgamos ter conseguido – não nos afastar dos principais conceitos e princípios que apresentamos naquela primeira Carta Leblon.

Após 3 anos, ocorreram poucas mudanças na equipe da Leblon Equities, aprimoramos a forma de trabalhar juntos, fizemos novos sócios a partir das pessoas que fundaram a empresa e ganhamos confiança adicional nos pilares que acreditamos devem formar uma empresa sustentável no longo prazo e nos princípios que norteiam nossas decisões de investimento. Sem dúvida não passamos por esses 3 anos sem cometer nossa cota de erros, mas julgamos o balanço bastante positivo. Somos 21 pessoas hoje. Éramos 12 quando começamos em setembro de 2008.

Breve Perspectiva Histórica

Em 30 de setembro de 2008, lançamos os fundos locais (*onshore*) da Leblon Equities (Leblon Ações, na estratégia *long-only* e o Leblon Equities Hedge, na estratégia *long-short*), basicamente com aporte de recursos dos sócios fundadores da empresa. Por motivos que todos conhecem, o momento de mercado era bastante distinto daquele que vigorava quando trabalhávamos para estruturar a Leblon, contratar pessoas e discutir nosso plano de negócios; um mercado notadamente muito mais desafiador para iniciar um negócio de gestão de recursos que necessitava captar e crescer para oferecer oportunidades e remunerar um grupo de 12 pessoas. Hoje somos 21 pessoas na Leblon, 10 dos quais estavam aqui no dia em que abrimos o escritório e iniciamos a gestão dos fundos.

Aquele último trimestre de 2008 foi um momento de extrema incerteza quanto aos rumos dos mercados em geral e mais ainda quanto aos fundamentos das empresas. Em retrospectiva, a decisão de rapidamente estar 100% investidos parece muito óbvia considerando a apreciação no valor de mercado dos ativos brasileiros ocorrida em 2009, mas todos aqueles que viveram a angústia daquele período sabem que não foi exatamente assim tão simples tomar decisões de investimento. Como já tivemos oportunidade de discutir, concentramos nossos investimentos em empresas que conhecíamos bem e que na nossa opinião apresentavam uma oportunidade atrativa face às incertezas que marcavam o ambiente de negócios, negociando a valores significativamente abaixo do que julgávamos ser uma avaliação justa, com margem de segurança, dos seus ativos. Curiosamente, quando voltamos aproximadamente 3 anos no tempo até setembro de 2008, achamos o índice Ibovespa negociando na faixa de 55 mil a 50 mil pontos (sabemos que piorou muito depois disso antes dos ganhos expressivos de 2009), não muito distante do que vemos hoje. Por outro lado, o Leblon Ações apresentou um ganho de aproximadamente 88% no mesmo período, líquido de todos os custos, enquanto o Leblon Equities Hedge apresentou um ganho de aproximadamente 72%. Essa perspectiva de 3 anos, muito mais do que a performance do último trimestre (que discutimos em detalhes mais a frente nessa Carta), nos deixa mais confiantes nos pilares da estratégia de investimento que desenvolvemos na Leblon.

O momento atual do mercado de ações lembra em alguns aspectos o que vivemos em 2008 nos primeiros meses da Leblon, mesmo que não tenhamos sido impactados por um evento da magnitude da falência da Lehman Brothers. Realmente não sabemos 'pra onde vai o mercado' e por isso temos investido mais tempo para entender as empresas

e o que está refletido nos preços de suas ações. De uma forma geral, temos encontrado oportunidade de investir mais recentemente em empresas que estamos estudando há algum tempo, mas não havíamos ainda encontrado o preço adequado para investir. Também tivemos oportunidade de montar posições em empresas que vemos como ativos de ótima qualidade, onde já investimos no passado, mas que estavam caras. Continuamos a investir sem preconceitos quanto ao tamanho da empresa ou setor, dispostos a trabalhar com um horizonte de tempo mais longo do que a média. Já tivemos oportunidade de discutir casos de investimento com prazo de maturação longo, como Springs Global (**Carta Leblon 5**, novembro de 2010), onde ainda estamos investidos ou Globex (**Carta Leblon 7**, julho de 2011), que já vendemos.

Temos na carteira de investimentos do Leblon Ações empresas que julgamos excelentes e outras que temos certeza não estarem no mesmo patamar de qualidade, seja pelo lado da natureza do negócio, seja pela governança. Para os dois casos porém, estamos investidos por acreditar que existe uma divergência relevante entre o valor de mercado e o valor dos ativos, que pode ser 'corrigida' por determinados eventos/tendências que vemos factíveis num horizonte de tempo razoável. Sempre que possível, vamos atuar para que esses eventos ocorram e/ou que a empresa possa se beneficiar de tais tendências. Por outro lado, podemos ter posições vendidas no Leblon Equities Hedge em empresas de ótima qualidade, mas que vemos (mesmo que temporariamente) negociando acima de seu valor justo.

Na Carta 6 discutimos alguns benefícios de investir também em empresas fechadas (*private equity*), muito pelo lado do conhecimento que acumulamos sobre empresas/setores que se refletem ao longo do tempo em melhores decisões de investimento nos fundos líquidos. Nosso investimento em Mills (na Carta Leblon 6 de fevereiro de 2011 discutimos a tese de investimento com maiores detalhes) foi um bom exemplo, ao mesmo tempo em que a nossa participação em uma empresa de varejo, ainda uma companhia fechada, nos proporciona um contato com o "mundo real" bastante valioso.

O saldo dessa estratégia foi bastante positivo ao longo desses três anos. O investimento em 2% do capital da Mills feita em 2009 já foi 100% vendido, tendo proporcionado um retorno bastante atrativo (retorno líquido de 111% em um período em que o Ibovespa rendeu 7%) e deixado um legado de elevado valor para a Leblon. Adquirimos um bom conhecimento dos mercados da Mills, que nos auxilia na avaliação de empresas que atuam em outros pontos da cadeia dos setores de infraestrutura e construção.

Ao longo desses três anos analisamos vários outros potenciais investimentos de *private equity* e achamos que esse foi um excelente investimento do tempo do time de análise. A Leblon é a gestora do fundo de *private equity* que detém participação na BR Home Centers (BRHC), uma empresa do varejo de material de construção que tem 18 lojas em 6 estados mais o distrito federal e acreditamos ser uma das 5 maiores empresas do setor no Brasil. Já éramos investidores quando a fusão de Casa Show e TendTudo deu origem a BRHC em junho de 2010 e participamos hoje do conselho consultivo da empresa, acompanhando de perto sua gestão e tendo oportunidade de enriquecer nosso conhecimento sobre varejo no Brasil.

Na seção seguinte escrevemos um pouco sobre uma das posições mais relevantes do fundo (Brasil Foods) e uma posição intermediária (Banco Panamericano).

BRF – Brasil Foods

A Brasil Foods é uma das posições mais relevantes do Leblon Ações hoje e foi responsável pela maior contribuição positiva para a performance do fundo no terceiro trimestre de 2011. Desde o início de 2010, a empresa figura como uma das principais posições do fundo, em conjunto com outros investimentos relevantes como Mills, Saraiva, Wilson Sons e Aliance feitos nesse período. Ao longo de 2011, tivemos a oportunidade de gerenciar essa posição de maneira um pouco mais ativa, aproveitando por exemplo momentos de incerteza sobre o resultado do julgamento da fusão no CADE para aumentar o investimento na empresa. Em 2010, as ações da Brasil Foods tiveram uma apreciação de aproximadamente 24%, seguida de um ganho de 25% até o dia 13 de outubro desse ano, sendo aproximadamente 20% no terceiro trimestre.

Acreditamos não ser necessário escrever muito sobre a estória das duas empresas que deram origem à Brasil Foods em 2009, mas pelo menos destacar que essa associação representou, na nossa opinião, um evento realmente transformacional, que ocorre com pouca frequência na vida de qualquer empresa e que por consequência nos fez analisar mais a fundo negócios que já acompanhávamos há muito tempo. A tese de investimentos está centrada em alguns elementos principais, reforçados pela fusão: (a) posição competitiva sólida, com presença forte no mercado doméstico com um portfólio de produtos e marcas difícil de replicar, somada à participação relevante de exportações nas vendas da empresa; (b) oportunidades de ganhos de margem operacional relevantes no médio e longo prazo, (c) espaço no longo prazo para um aumento no mercado endereçável da empresa a nível global, através de menores barreiras aos seus produtos e (d) potencial de apreciação dos papéis atrativo, quando comparamos preços de mercado com nossa avaliação dos ativos.

Não detemos na Leblon um conhecimento diferenciado sobre os principais mercados de exportação da Brasil Foods, mas tentamos nos manter atualizados sobre o tema e as principais tendências. No Brasil, a vantagem de disponibilidade de terra e água continua sendo um diferencial relevante quando comparado com outros países produtores e grandes mercados consumidores que vem tentando implementar políticas de auto-suficiência em proteínas, muitas vezes com pesados programas de subsídio à produção local. Alguns *experts* no tema argumentam que certos programas tem um limite estrutural e cedo ou tarde a realidade mostra a necessidade de se voltar para importações como a única maneira de suprir o consumo interno. Em uma dessas análises, lemos recentemente o exemplo da China em soja. O país já foi um dos maiores exportadores de soja antes de 1995 e hoje é um dos maiores importadores e consumidores do produto. Por trás desse movimento está não apenas a necessidade de alimentar uma população de 1,3 bilhão de pessoas, mas a diminuição gradual da rentabilidade do plantio do grão em detrimento de outras culturas, como frutas e vegetais, resultado também da diminuição da área cultivável.

Não apenas a fusão mudou de maneira estrutural o negócio e o mercado na qual as empresas operam, mas resultou na entrada da empresa no Novo Mercado e a pulverização do seu capital. A Brasil Foods tem controle difuso hoje e os seis maiores acionistas detém cerca de 35% do seu capital total, incluindo um grupo de fundos de pensão que detém 28%. Em 2010, a empresa atingiu receita líquida de R\$22,7 bilhões, 8% acima de 2009, com geração de EBITDA de aproximadamente R\$2,6 bilhões (com uma margem superior a 11%, mesmo em um cenário de apreciação do Real e aumento de preços de commodities) e lucro de R\$806 milhões. No primeiro semestre de 2011, a empresa obteve receita líquida de R\$12,3 bilhões, 16% acima do mesmo período de 2010, com geração de margem EBITDA já próxima de 13% (comparada a 10% no mesmo período de 2010). Ao final do primeiro semestre, a empresa mantinha baixa alavancagem, mostrando um indicador de dívida líquida sobre EBITDA ligeiramente acima de 1,0x.

A incerteza quanto à decisão final do CADE sobre a fusão Sadia – Perdigão trouxe bastante volatilidade ao preço das ações durante o primeiro semestre de 2011 e em determinados momentos, aproveitamos a queda das ações para aumentar nossa posição. Naturalmente não podíamos prever o resultado final, mas a análise dos possíveis resultados e seus impactos ainda nos deixava com margem de segurança razoável, principalmente a preços abaixo de R\$26 por ação. A decisão final foi proferida pelo CADE no dia 13 de julho, aprovando a fusão com a celebração de um Termo de Compromisso de Desempenho ('TCD') que estabeleceu uma série de medidas a serem adotadas pela empresa. Essas informações são públicas e a empresa divulgou fato relevante sobre o tema, mas vale lembrar alguns dos principais pontos contidos no TCD, que não tem efeitos sobre a atuação da empresa no mercado externo:

- (a) Alienação de um portfólio de marcas menos relevantes quando comparadas a marcas como Sadia, Perdigão e Batavo,
- (b) Alienação, em conjunto, de todos os bens e direitos relacionados a 11 unidades produtivas, com capacidade de processamento industrial de 730 mil toneladas/ano, incluindo a carteira de contratos com produtores integrados de aves e suínos que garantem o suprimento dessas unidades,
- (c) Alienação de todos os bens e direitos relacionados a 8 centros de distribuição, de um total de 40,
- (d) Suspensão do uso da marca Perdigão no mercado nacional, por períodos de 3 a 5 anos, para certos produtos, que segundo a empresa representaram cerca de um terço das vendas com a marca Perdigão em 2010 e
- (e) Suspensão do uso da marca Batavo por 4 anos, para os mesmos produtos com a marca Perdigão e outros elencados no TCD.

Além da suspensão das marcas em certas categorias, o TCD impõe certas 'medidas comportamentais' como, por exemplo, não utilizar outras marcas ou denominações delas derivadas nessas mesmas categorias. A decisão também limitou a habilidade da empresa de celebrar acordos de exclusividade com pontos de venda durante a vigência do TCD.

De acordo com a empresa, os ativos que devem ser alienados representaram aproximadamente 8% das vendas totais de 2010 e 13% das vendas no mercado interno no mesmo ano, ou R\$1,7 bilhão, mais especificamente, sendo 74% em produtos elaborados/processados. Vale destacar que as vendas de 2010 relacionadas à produção dos ativos alienados representou aproximadamente 65% da capacidade desses ativos, de forma que o comprador poderia atingir nível maior de vendas, além de naturalmente investir em aumento de capacidade nessas unidades. Além disso, as marcas e produtos suspensos representaram aproximadamente 6% e 9% das vendas totais e do mercado interno em 2010, ou R\$1,2 bilhão mais especificamente, quase integralmente de produtos elaborados/processados. O volume total de vendas no segmento elaborados/processados impactado pelo TCD, com base em 2010, é de R\$2,5 bilhões, representando quase 30% do total de vendas de 2010 nesse segmento (consideramos carnes e outros produtos).

A aprovação da fusão por si só foi um evento altamente positivo, mas se por um lado os 'grandes números' (apenas 13% das vendas de 2010 impactados pelo TCD) não pareçam tão relevantes, o TCD tem um impacto importante nas operações da empresa quando analisamos o mercado interno apenas e, mais especificamente, o segmento de produtos elaborados/processados. A empresa ainda deve manter investimentos em marketing nas marcas objeto de alienação e manter sua participação de mercado, manter as condições operacionais e emprego nas unidades a serem vendidas. Existem desafios operacionais e de posicionamento de mercado pela frente.

De qualquer forma, vemos as oportunidades como mais relevantes do que os riscos advindos da implementação do TCD. Foi de extrema importância a empresa ter mantido a propriedade da marca Perdigão e a comercialização de certas categorias sob essa marca, de forma que ela não é retirada completamente do mercado por 3 ou 5 anos e ainda vale a pena investir na mesma. Da mesma forma, a presença da marca Batavo no mercado de lácteos não foi afetada pelo acordo. A venda dos ativos pode gerar recursos superiores a R\$1 bilhão e embora exista espaço para alavancagem adicional no balanço atual, a empresa pode buscar novos investimentos.

Na nossa opinião, o preço atual de R\$33 das ações da Brasil Foods (valor de mercado de R\$29 bilhões) incorpora um cenário de crescimento moderado e uma melhora de margem operacional modesta no médio e longo prazo que nos parece conservador. Uma análise de sensibilidade do modelo de fluxo de caixa descontado para a empresa indica que, utilizando uma taxa de desconto de 10% em termos reais, podemos justificar o valor de mercado da empresa com um crescimento de receita de 10% por 5 anos a partir de 2012 (ajustado pelo efeito das medidas impostas pelo CADE), 8% nos 3 anos seguintes e zero de crescimento de receita em 2020, com margem EBITDA no mesmo nível reportado no primeiro semestre de 2011. Esse DCF trabalha com diversas outras premissas e essa é apenas uma simplificação que ilustra que o mercado parece não precificar nenhuma transformação mais relevante no negócio, que na nossa opinião pode acontecer ou pela via do crescimento, com maior abertura de mercados para suas exportações, ou pelo lado da melhora de margens operacionais, resultado de uma integração efetiva das estruturas das duas empresas e ganhos adicionais de escala. No valor de mercado atual, a empresa negocia a um múltiplo de P/L de aproximadamente 20x sobre o lucro dos últimos 12 meses ou aproximadamente 10x EV/EBITDA na mesma base. Embora tais múltiplos não sejam baixos, ainda não refletem nossas expectativas de crescimento de receitas e margens. Continuamos acompanhando os desenvolvimentos pós decisão final do CADE e acreditamos que a partir de agora será possível discutir com a empresa de maneira mais objetiva as oportunidades adicionais a serem exploradas para ganhos de eficiência.

Panamericano – dois momentos, duas histórias

Nosso investimento atual no Banco Panamericano representa uma posição intermediária no Leblon Ações e de certa forma uma segunda experiência como investidores da empresa. Nos nove primeiros meses de 2011, o investimento nas ações do banco representou a segunda maior contribuição positiva (depois de BRFS3) para a performance do fundo. Vamos primeiro aos porquês da posição atual e depois discutimos a perspectiva histórica do investimento. Com as ações negociadas a R\$6,16 (fechamento de setembro/2011), o banco estava avaliado em R\$1,5 bilhões aproximadamente, que equivale a 110% do seu patrimônio líquido consolidado (faremos referência a números consolidados, mais conservadores que os números individuais apresentados pelo banco). Embora essa seja uma referência de valor relevante, principalmente em relação a um patrimônio líquido 'renovado' por injeções de capital recentes, o mais importante é que, na nossa opinião, o banco negocia a um valor muito atrativo comparado a sua capacidade de geração de lucros no médio prazo.

O Banco BTG Pactual detém hoje 51% das ações com direito a voto e 37,6% do capital total, enquanto a CEF tem 49% das ações votantes e 36,6% do capital total, através de sua subsidiária CaixaPar, participação essa adquirida do antigo controlador em meados de 2010. Como consequência da mudança recente de controle do banco, ocorreram mudanças profundas na sua administração e governança. O Conselho de Administração e a Diretoria Executiva foram totalmente reformulados, com diversos executivos oriundos do BTG Pactual agora a frente de áreas-chave do banco.

Vemos os dois acionistas alinhados com a criação de valor no longo prazo, seja para que a CEF possa justificar seu investimento inicial no banco – após a perda de valor de mercado que se seguiu à descobertas das ‘inconsistências contábeis’ – quanto pelo lado do BTG Pactual, que adquiriu o controle num momento conturbado e tem hoje alguns dos seus sócios 100% dedicados ao Panamericano. Ao mesmo tempo, enxergamos essa ‘divisão de controle’ como uma estrutura saudável no que se refere às diversas potenciais transações com partes relacionadas, inclusive aquelas explicitamente definidas no chamado Acordo de Cooperação Operacional, celebrado entre o Panamericano e a CEF, com prazo de 8 anos.

Em junho de 2011, o Panamericano tinha ativos de R\$12 bilhões, uma carteira de crédito de R\$7,0 bilhões e grandes desafios pela frente. A rentabilidade dos ativos que o banco tem no balanço é baixa, fruto de um processo de originação de qualidade questionável no período que antecedeu o desastre de 2010. A administração do banco está redesenhando processos, trabalhando com novos modelos de crédito, sem que o banco pare de funcionar e essa não é uma tarefa trivial. Os custos operacionais do banco são elevados para a estrutura de ativos atual e estão sendo feitos investimentos para reformular diversas áreas. Essa combinação resulta em resultados operacionais negativos quando o banco não faz operações de cessão de carteira em volume significativo, como foi o caso do segundo trimestre de 2011, quando o banco apresentou um prejuízo consolidado de R\$25 milhões. Mas vemos oportunidades para mudanças significativas nesse cenário: crescimento de ativos de melhor qualidade com custo de originação menor; redução gradual nos custos de captação, maior produtividade. Os mercados em que o Panamericano atua são relevantes e há oportunidades em mercados de crédito ainda pouco representativos na carteira do banco, como crédito para pequenas e médias empresas.

No Itau Unibanco por exemplo, a carteira de financiamento de veículos é de aproximadamente R\$60 bilhões. Embora não seja um número totalmente comparável, os dados do Banco Central mostram uma carteira de crédito para aquisição de veículos de quase R\$160 bilhões no sistema financeiro. Alguns bancos médios reduziram de maneira relevante sua atuação nesse segmento, ao mesmo tempo em que bancos grandes como o HSBC tomaram a decisão estratégica de sair do mercado de financiamento para não clientes. Esse é um mercado relevante, com menos competidores do que havia 4 anos atrás e que na nossa opinião apresenta a oportunidade para originação de ativos potencialmente bastante rentáveis.

No acordo operacional mencionado acima, a CEF se compromete a adquirir créditos originados pelo Panamericano, cedidos sem co-obrigação até um limite de R\$8,0 bilhões, além de operações interbancárias com limite de crédito de R\$2,0 bilhões. Num cenário em que o Panamericano ‘utiliza’ 100% desse limite disponível pela CEF, o banco tem acesso a R\$10,0 bilhões para financiar seu balanço. A captação de depósitos a prazo do Panamericano era de R\$3,3 bilhões em junho, ainda inferior aos R\$4,7 bilhões de dezembro de 2010 ou R\$5,1 bilhões anteriores aos problemas identificados em outubro. Acreditamos que o banco tem oportunidade de recuperar o nível de captação anterior e suplantá-lo, com custos de captação inferior ao que vigorava anteriormente. Com o controle de duas instituições de grande porte, acreditamos que o banco possa trabalhar mais alavancado que a média de bancos de médio porte.

A eventual utilização de 50% da capacidade da CEF e R\$3,0 bilhões de depósitos a prazo adicionais colocariam mais R\$8 bilhões disponíveis para o banco, que terminou o segundo trimestre de 2011 com R\$12,0 bilhões em ativos. Apenas para simplificar a análise, com R\$20 bilhões em ativos e potencial para ter retorno sobre ativos entre 2,0% e 2,5% – que ainda julgamos relativamente conservador para a natureza do negócio – o banco teria potencial para gerar R\$400 a R\$500 milhões de lucro e um potencial valor de mercado, até conservador, de R\$3,0 bilhões na

nossa opinião, mais do que o dobro do valor de mercado atual. Esse não nos parece um cenário para 2012, mas um que pode ser atingido em 2 ou 3 anos sem uma agressividade descabida que possa colocar em risco a solidez do balanço. É verdade que hoje o banco não tem capital para atingir esse patamar de ativos, mas a retenção de lucros ao longo dos próximos dois anos pode 'financiar' esse crescimento, sem que o banco precise vir a mercado para aumentar seu patrimônio líquido.

Mas nem sempre foi assim...

No final de 2008, tivemos oportunidade de construir uma posição relevante em ações do Panamericano (para o tamanho do fundo naquele momento) e o investimento proporcionou um retorno importante para o fundo ao longo de 2009. Se por um lado não podemos dizer que o banco se enquadrava no grupo das empresas excelentes dentro de seu setor de atuação, aquele primeiro investimento foi realizado quando as ações negociavam a uma fração do valor patrimonial (que descobriríamos mais tarde não ser exatamente real, mas que era uma referência de valor). Acreditávamos que o banco tinha algum valor de franquia dado sua atuação num nicho relevante do negócio de financiamento de consumo, ao mesmo tempo em que o Banco Central proporcionou um arsenal de instrumentos para minimizar os efeitos da crise de confiança sobre a situação de liquidez das instituições financeiras de menor porte. O risco-retorno do investimento nos parecia atrativo, ao longo de 2009 reduzimos de maneira significativa o investimento e em meados de 2010 saímos completamente dessa posição, quando as ações reagiram muito positivamente ao anúncio do investimento da CEF. Naquele momento, as ações negociavam acima de 1,5x o valor patrimonial, o jogo era outro e não conseguíamos enxergar mais um risco-retorno adequado (pouco espaço para uma mudança de patamar de múltiplos, combinado com limite para melhora de ROE).

Ótimas decisões até então, mas um pouco mais a frente, em um movimento nem tão feliz quanto os anteriores, voltamos a investir e sofremos com o baque da recapitalização forçada em função das chamadas inconsistências contábeis que revelaram uma necessidade urgente de injeção de caixa no banco. Na medida em que as ações caíram após negociar acima de R\$10 e se aproximavam de um prêmio sobre valor patrimonial que considerávamos baixo (10-15%), voltamos a investir com base em algumas premissas simples. Primeiro, julgávamos que a combinação de uma boa franquia pelo lado de origem de ativos, com o suporte da CEF havia mudado de maneira estrutural a posição competitiva (possibilidade de melhor oferta de produtos e funding mais competitivo) e portanto a capacidade de geração de lucros do banco no médio prazo. Vale lembrar que a CEF tornou-se um acionista relevante do banco (49% do capital votante e 20% das ações preferenciais) e as duas instituições assinaram um Acordo Operacional para venda de produtos em seus canais de distribuição. A CEF tinha todo interesse, econômico e político, para fazer o investimento / parceria funcionar. Assim como no primeiro investimento, essa foi uma posição intermediária do fundo, mas que gerou um resultado negativo perceptível ao longo do mês de novembro em função da queda expressiva das ações que se seguiu ao anúncio das 'inconsistências contábeis' e continuou até que o banco perdesse aproximadamente metade do seu valor de mercado.

Fato consumado, estrago feito, tomamos a decisão de comprar um pouco mais no preço que era equivalente, no nosso entendimento, a aproximadamente 50% do valor patrimonial pós operação de resgate e capitalização acordada com o controlador. Ironicamente, a descoberta de tamanha fraude e conseqüente destruição de valor de mercado não deixava outra alternativa à CEF senão mergulhar fundo na solução do problema, com aporte de pessoas e possivelmente funding para resgatar seu investimento. A compra do controle do banco pelo BTG Pactual proporcionou uma injeção de confiança que sem dúvida foi importante para a recuperação de valor de mercado do

banco. Em retrospectiva, podemos sempre encontrar motivos que teriam nos levado a não investir no banco, mas por outro lado, a combinação do valor de franquia do banco e a CEF como acionista relevante, atuaram realmente como mitigadores do risco do investimento. A performance das ações do Panamericano desde que fizemos o investimento em 2010, pouco antes dos eventos de outubro, até hoje, é ligeiramente melhor do que a performance do Itau Unibanco que é sem dúvida um ativo de 'maior qualidade'.

Parte 2 – Performance

Leblon Ações

No período de três meses encerrado em setembro de 2011, o Leblon Ações apresentou performance negativa de 11,6%, líquida de todos os custos, comparada a queda de 16,2% do Ibovespa no período. No ano, o Leblon Ações acumula queda de 13,4% contra 24,5% do Ibovespa. Desde o início, o fundo apresenta valorização de 88,5%, líquida de todos os custos, comparada a 5,6% do Ibovespa e 39,5% equivalente ao IPCA do período acrescido de 6% ao ano.

A performance negativa do terceiro trimestre foi influenciada pela forte queda das ações de um investimento do fundo no setor de petróleo, uma posição no setor de logística e também por uma posição mantida em uma empresa de consumo.

As maiores contribuições positivas para a performance do fundo no trimestre vieram de investimentos em empresas nos setores de consumo (primordialmente Brasil Foods, sobre a qual comentamos a tese de investimentos nesta carta), *commodities* (realizamos o investimento em Vale Fertilizantes, conforme abaixo) e TMT (telecom, mídia e tecnologia).

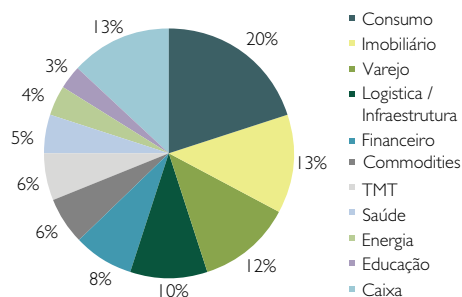
A posição de caixa do fundo no trimestre aumentou de 2% para 13%. O aumento do caixa foi motivado pela ocorrência de eventos societários que impactaram positivamente duas empresas do fundo: Vale Fertilizantes e Drogasil. A primeira valorizou-se fortemente após anúncio que sua controladora (Vale) faria oferta para fechamento de capital da empresa com prêmio de cerca de 30% em relação ao preço da ação da Vale Fertilizantes no mercado. No caso de Drogasil, o anúncio da fusão com a Droga Raia provocou expressiva valorização das ações da empresa na contramão do mercado que apresentava quedas expressivas naquele momento. O fundo zerou ambas as posições e essa é a principal explicação para a redução da exposição do fundo aos setores de *commodities* e varejo. Fizemos um novo investimento no setor de educação e aumentamos ligeiramente uma posição no setor imobiliário que iniciamos no segundo trimestre, conforme mencionado na Carta 7. Continuamos dedicando tempo de análise em determinadas empresas do setor de construção que nos parecem precificadas em níveis atrativos.

Tabela de Rentabilidades

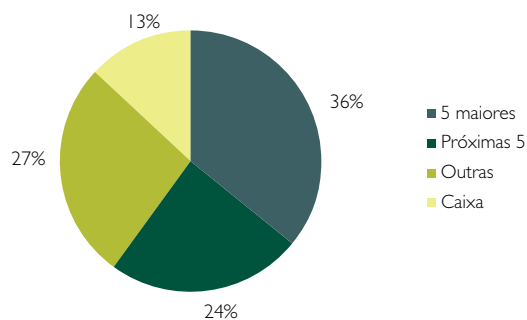
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2011	-1,62%	1,23%	1,44%	2,36%	-4,41%	-0,89%	-2,44%	-4,38%	-5,27%				-13,43%	88,45%
IBOVESPA	-3,94%	1,22%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%				-24,50%	5,62%
IPCA +6%	1,31%	1,27%	1,28%	1,25%	0,96%	0,64%	0,65%	0,86%	1,02%				9,62%	39,54%
2010	-0,66%	1,08%	1,48%	-2,50%	-3,96%	2,11%	4,71%	1,40%	4,53%	6,47%	1,86%	2,48%	20,19%	
IBOVESPA	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,04%	
IPCA +6%	1,20%	1,19%	1,08%	1,03%	0,93%	0,51%	0,52%	0,55%	0,92%	1,26%	1,23%	1,18%	12,23%	
2009	2,89%	-3,80%	6,44%	21,08%	10,79%	2,39%	10,79%	3,14%	7,07%	-0,79%	5,41%	8,07%	100,08%	
IBOVESPA	4,66%	-2,84%	7,18%	15,55%	12,49%	-3,26%	6,41%	3,15%	8,90%	0,05%	8,93%	2,30%	82,66%	
IPCA +6%	0,96%	0,96%	0,73%	0,93%	0,94%	0,85%	0,78%	0,64%	0,72%	0,77%	0,87%	0,90%	10,52%	
2008										-14,11%	-6,24%	12,40%	-9,49%	
IBOVESPA										-24,80%	-1,77%	2,61%	-24,20%	
IPCA +6%										0,98%	0,83%	0,80%	2,63%	
12 meses	-3,78%	PL em 30/09/2011				PL Mensal Médio								
IBOVESPA	-24,64%	R\$ 82.140.225,01				R\$ 68.911.613,25								
IPCA +6%	13,69%													

* início em 30/09/2008

Posição por setor (30 de setembro)



Concentração da Carteira (30 de setembro)



Leblon Equities Hedge

No período de três meses encerrado em setembro de 2011, o Leblon Equities Hedge apresentou performance positiva de 2,9% (vs 3,0% do CDI e -16,2% do Ibovespa), acumulando 2,3% no ano (vs 8,7% do CDI e -24,5% do Ibovespa). Desde o início, o fundo acumula valorização de 72,6%, líquida de todos os custos, comparada a 35,4% do CDI e 5,6% do Ibovespa no período.

A performance do trimestre foi negativamente impactada pela estratégia *long* (ver comentário do Leblon Ações) que apresentou retornos negativos para o fundo. No entanto, os ganhos na estratégia *short* e em proteções não-equity para o fundo mais do que compensaram as perdas.

As posições compradas em *puts out-of-the-money* de Ibovespa com vencimento em dezembro ajudaram a diminuir a exposição líquida do fundo no início de agosto de 50% para perto de 30% contribuindo para proteger o fundo. Além disso, efetuamos também uma proteção com contratos de dólar futuro, que apresentava uma relação risco x retorno extremamente atraente. Esta posição foi zerada em setembro e contribuiu significativamente para a performance do trimestre. Dentre as ações da estratégia *short*, destacaram-se os ganhos no setor de varejo e financeiro.

A exposição bruta do fundo no trimestre diminuiu de 158% para 150% e a exposição líquida diminuiu de 52% para 30%.

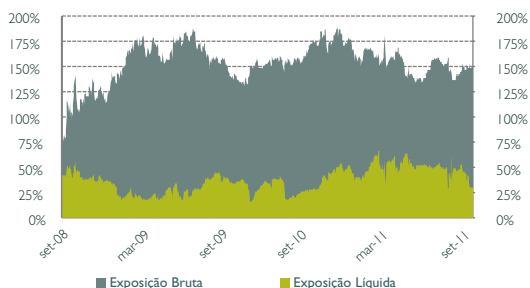
O fundo encerrou com ganho significativo uma posição vendida no setor de educação (Anhanguera) e acrescentou 2 posições no setor financeiro. Foram zerados os pair trades GOAU4 x USIM5 com ganho de 36% e AMIL3 x DASA3 com ganho de 25%. Adicionamos um *pair trade* no setor de Telecom.

Tabela de Rentabilidades

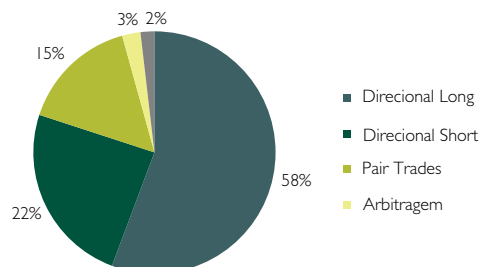
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2011	1.07%	0.82%	-1.28%	3.01%	-4.44%	0.44%	1.02%	-0.87%	2.74%				2.32%	72.63%
CDI	0.86%	0.84%	0.92%	0.84%	0.99%	0.95%	0.97%	1.07%	0.94%				8.69%	35.43%
2010	2.14%	0.83%	-0.73%	-2.15%	-0.87%	3.17%	-1.74%	3.57%	1.04%	5.94%	2.73%	2.13%	16.94%	
CDI	0.66%	0.59%	0.76%	0.66%	0.75%	0.79%	0.86%	0.89%	0.84%	0.81%	0.81%	0.93%	9.74%	
2009	2.19%	-0.34%	-0.38%	10.48%	5.46%	3.59%	6.92%	0.97%	2.06%	-0.48%	2.50%	6.72%	46.85%	
CDI	1.05%	0.85%	0.97%	0.84%	0.77%	0.76%	0.79%	0.69%	0.69%	0.69%	0.66%	0.72%	9.90%	
2008										-7.54%	-3.99%	10.67%	-1.76%	
CDI										1.17%	1.00%	1.11%	3.32%	
12 meses	13,73%													
			PL em 30/09/2011											
CDI	11,47%		R\$ 76.238.866,81											
														PL Mensal Médio
CDI														R\$ 61.628.379,85

* início em 30/09/2008

Evolução da Exposição Bruta e Líquida



Exposição Bruta por Estratégia (30 de setembro)



Leblon Previdência

No período de três meses encerrado em setembro de 2011, o Leblon Previdência apresentou performance negativa de 4,0%, líquida de todos os custos, comparada a queda de 16,2% do Ibovespa e alta de 3,0% do CDI no período. No ano, o Leblon Previdência acumula queda de 3,8% contra queda de 24,5% do Ibovespa e alta de 8,7% do CDI. Desde o início, o fundo apresenta valorização de 10,2%, líquida de todos os custos, comparada a queda de 23,7% do Ibovespa e alta de 20,0% do CDI.

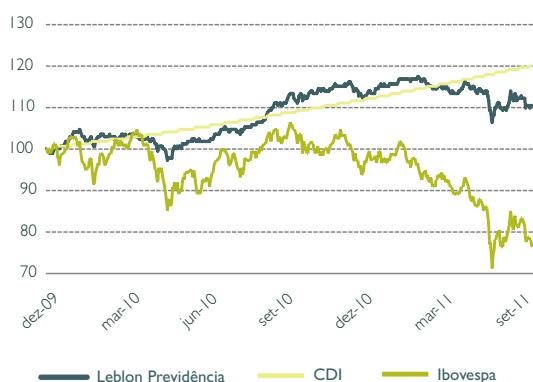
No final de setembro, o fundo mantinha 59% de sua carteira investida em títulos públicos federais, comparado a 53% em junho de 2011. Os investimentos em ações do fundo representam a mesma carteira do Leblon Ações, portanto a performance dos investimentos do Leblon Ações explicam em grande parte a performance do Leblon Previdência.

Tabela de Rentabilidades

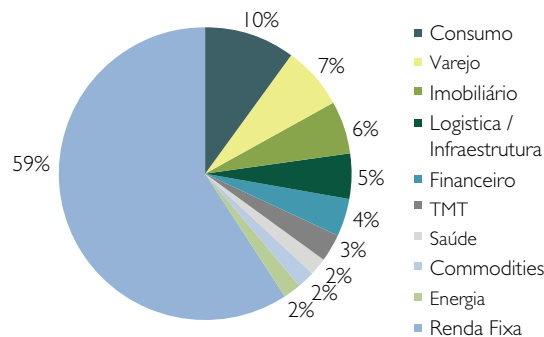
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2011	-0,72%	0,68%	1,07%	1,43%	-1,90%	-0,29%	-0,92%	-1,28%	-1,91%				-3,83%	10,16%
CDI	0,86%	0,84%	0,92%	0,84%	0,99%	0,95%	0,97%	1,07%	0,94%				8,69%	20,07%
IBOVESPA	-3,94%	1,22%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%				-24,50%	-23,74%
2010	0,05%	1,01%	0,61%	-1,10%	-1,72%	1,20%	2,25%	0,94%	2,40%	3,80%	1,21%	1,59%	12,80%	
CDI	0,66%	0,59%	0,76%	0,66%	0,75%	0,79%	0,86%	0,89%	0,84%	0,81%	0,81%	0,93%	9,74%	
IBOVESPA	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,04%	
2009												1,55%	1,55%	
CDI												0,66%	0,66%	
IBOVESPA												-0,04%	-0,04%	
12 meses	2,63%	PL em 30/09/2011			PL Mensal Médio									
CDI	11,47%	R\$ 16.873.026,20			R\$ 14.914.467,82									
IBOVESPA	-24,64%													

* início em 02/12/2009

Evolução da Cota



Posição por setor (30 de setembro)



Para maiores informações sobre os fundos, favor verificar lâminas em anexo.

Equipe Leblon Equities

Pedro Chermont – pedro.chermont@leblonequities.com.br
Marcelo Mesquita – marcelo.mesquita@leblonequities.com.br
Pedro Rudge – pedro.rudge@leblonequities.com.br
Bruno Pereira – bruno.pereira@leblonequities.com.br
Felipe Claudino – felipe.claudino@leblonequities.com.br
Laura Tostes – laura.tostes@leblonequities.com.br
Victor Uebe – victor.uebe@leblonequities.com.br
George Earp – george.earp@leblonequities.com.br
João Lopes – joao.lopes@leblonequities.com.br
Fernanda Pacini – fernanda.pacini@leblonequities.com.br
Rafael Streva – rafael.streva@leblonequities.com.br
Daniel Aiex – daniel.aiex@leblonequities.com.br
Eduardo Cintra – eduardo.cintra@leblonequities.com.br
Miguel Galvão – miguel.galvão@leblonequities.com.br
Pedro Gonzaga – pedro.gonzaga@leblonequities.com.br
Leonardo Vazquez – leonardo.vazquez@leblonequities.com.br
Adriana Medeiros – adriana.medeiros@leblonequities.com.br
Tatiana Franco – tatiana.franco@leblonequities.com.br

A Leblon Equities não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Esse material tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado uma oferta de aquisição de cotas do fundo.

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos.
