LEBLON
EQUITIES

Carta Leblon 1

1° trimestre | 2009

www.leblonequities.com.br

É com imensa satisfação que publicamos nossa primeira "Carta Leblon". Esperamos que este canal trimestral de comunicação seja interessante e consiga, de forma sucinta, transmitir a nossa visão prospectiva dos principais temas afetando nossas decisões de investimento. Para que tenhamos sucesso neste objetivo, é fundamental a sua participação com críticas, debates e sugestões.

Além deste canal, teremos um "Relatório Mensal", com um foco retrospectivo sobre a performance dos fundos. Esperamos assim estar "na mesma frequência" de nossos clientes. Acreditamos que somente com total transparência poderemos ser corretamente compreendidos, criando uma relação duradoura. Nesta primeira carta falamos um pouco mais sobre a Leblon Equities do que pretendemos futuramente.

Obrigado e abraços,
Leblon Equities

Nosso DNA

A Leblon Equities é formada por profissionais experientes, de origens diversas e complementares, que criaram um DNA próprio, tanto nas estratégias de investimento como na governança da empresa. Temos fé inabalável no modelo de *partnership* onde os executivos são os principais acionistas e todos os funcionários tem remuneração atrelada à lucratividade da empresa. Acreditamos que quanto maior a dispersão das ações maior a sustentabilidade do negócio (nosso principal objetivo). Um negócio sustentável não pode depender de indivíduos específicos. Profissionais competentes atraem e mantêm profissionais competentes para que o negócio possa se perpetuar.

O negócio de gestão de recursos tem como matéria prima básica as informações e como produto final as decisões de investimento. Para construir vantagem competitiva é fundamental ter um time de analistas de alta qualidade. Acreditamos que a riqueza e relevância das informações proprietárias melhora substancialmente se o time de analistas se dedica a pesquisar tanto o universo de ações públicas (listadas) como privadas (não-listadas ou *Private Equity*).

Nosso processo de investimento baseia-se em 5 princípios: conhecimento, julgamento, relacionamento, colaboração e gestão de risco.

(1) Conhecimento profundo dos setores da economia, das empresas e das pessoas envolvidas;

(2) Julgamento: Avaliação das informações e do conhecimento com bom senso, análise crítica e ceticismo;

(3) Relacionamento: Os de longo prazo criam mais valor do que os de curto prazo;

(4) Colaboração: Postura colaborativa junto às empresas com o objetivo de sermos considerados sócios desejáveis pelos empresários nos seus processos de transformação e crescimento;

(5) Gestão de riscos: Abordagem qualitativa. Foco em margem de segurança, baixa alavancagem e adequação de liquidez.

Somos investidores de longo prazo com visão muitas vezes contrária à da maioria, o chamado "consenso de mercado". Nossa análise atribui peso importante ao entendimento das motivações das pessoas que controlam ou administram os negócios, nos seus incentivos e projetos de longo prazo. Procuramos estar atentos à dinâmica setorial que influencia as empresas e às experiências internacionais que podem nos ajudar a não repetir erros ou mesmo a mostrar novos caminhos. Conversamos com clientes, fornecedores, concorrentes e, se possível, funcionários felizes e infelizes das empresas analisadas.

Não temos preconceitos e podemos investir em qualquer setor, mas preferimos casos onde as variáveis relevantes na geração de valor da empresa estejam mais sob controle dos administradores do negócio do que de eventos externos, na maioria das vezes macro-econômicos. Preferimos empresas menos conhecidas pelo mercado, onde provavelmente a assimetria de informações é maior, permitindo ganhos extraordinários.

Utilizamos como principal ferramenta para avaliação das empresas o método do fluxo de caixa descontado, fazendo uso de comparações de múltiplos com empresas similares apenas como uma "segunda checagem".

Todos os investimentos relevantes dos nossos fundos devem passar pelo critério da margem de segurança. Isto significa não apenas a existência de uma grande distância (desconto) entre o preço das ações no mercado e o valor destas ações medido pelo fluxo de caixa descontado, mas também o grau de segurança que se pode assumir nas projeções. Preferimos investimentos seguros, em empresas estabelecidas, com claras perspectivas de rentabilidade e vantagens competitivas que garantam a sua perpetuidade. A margem de segurança exige também que sejamos

relativamente conservadores em nossas projeções, dando atenção especial a questões tais como risco societário e capacidade da administração em se adaptar às mudanças no cenário competitivo.

Nosso enfoque analítico é *bottom-up*, ou seja, em nossas análises, a individualidade das empresas sempre se sobrepõe ao ambiente. Este enfoque nos leva a, eventualmente, investir em ótimos casos específicos em setores problemáticos ou de baixo crescimento. O oposto não é verdadeiro, ou seja, não fazemos investimentos apenas por uma boa lógica setorial ou temática.

Esta abordagem não nos impede de, sempre que possível, procurar os melhores investimentos dentro de "grandes temas". Alguns grandes temas de investimentos que nos atraem são: (1) a queda da taxa de juro real no Brasil, ainda incrivelmente alta no contexto mundial, com o aprofundamento do processo de expansão do crédito e do endividamento das empresas e consumidores, o que deve manter o crescimento do setor bancário e imobiliário (na contramão do que está acontecendo atualmente nos países ricos); (2) a falência da capacidade de investimento e governança estatal para lidar com as complexidades modernas dos setores de educação, saúde e infra-estrutura logística, que cada vez mais serão dominadas por empresas privadas; (3) o nascimento de uma significativa classe média no Brasil, com a redução da péssima distribuição de renda do país, ao mesmo tempo em que a renda per-capita aumenta, ampliando o mercado potencial de consumo, gerando pressão na demanda por bens de consumo e serviços; (4) a enorme competitividade brasileira na produção agrícola, possibilitando grande expansão do setor; (5) a transformação do Brasil num grande produtor de petróleo, gerando grande demanda por empresas fornecedoras de serviços e infra-estrutura.

Postura nas empresas investidas

De maneira geral, ao investir em ações de grande liquidez, adotamos postura passiva. Nossa análise concentra-se nas variáveis que influenciam na formação de **valor** de longo prazo das empresas. Têm peso determinante na tomada de decisões variáveis como vantagens competitivas, capacidade e sustentabilidade da geração de caixa no longo prazo, perfil dos acionistas, capacidade de execução dos administradores e o alinhamento de interesses entre todos os *stakeholders*. Partimos do princípio de que a magnitude das oscilações dos **preços** das ações é muito maior do que a magnitude das oscilações dos **valores** fundamentais das empresas. No longo prazo, a correlação entre a qualidade das empresas e a performance das suas ações é altíssima. No curto prazo, esta correlação é baixa. Este descompasso entre formação de valor no longo prazo e formação de preços de curto prazo cria oportunidades de investimento para investidores de longo prazo que tem disciplina e paciência para esperar a convergência dos preços para o valor das empresas.

A formação de **preços** das ações no dia-a-dia é determinada pelas variações de humor dos participantes do mercado. Via de regra, este humor é influenciado por eventos de curto prazo (resultados trimestrais, múltiplos correntes, modismos setoriais, etc.) ou questões de natureza transitória de difícil previsão (fluxos de capitais). Enquanto a maioria dos investidores se concentra em antecipar movimentos dos preços e adivinhar quando e por que as ações começarão a subir ou cair, a estratégia da Leblon Equities ao fazer um investimento resume-se a comprar boas empresas a preços que nos garantam uma margem de segurança razoável, monitorar a evolução do valor das empresas ao longo do ciclo do investimento e esperar pacientemente pela convergência do preço das ações para o seu valor intrínseco.

Gráfico I Valor da empresa x Preço da ação

Em determinadas situações, adotar postura ativa junto às empresas investidas melhora a relação risco-retorno dos investimentos. Na maioria dos investimentos ilíquidos que fazemos, adotamos uma postura ativa junto às empresas. Exercemos os direitos legalmente conferidos aos acionistas relevantes como, por exemplo, ocupar uma vaga no conselho de administração ou fiscal das empresas. Em alguns casos, participamos de acordos de acionistas. Alguns pontos positivos da postura ativa são o aumento significativo no conhecimento da empresa e na capacidade de influenciar sua evolução, o que significa contribuir ativamente no processo de formação de valor. Um ponto negativo é a redução significativa da liquidez (já reduzida) destes investimentos em função da representatividade destas posições sobre o total de ações das empresas, além das restrições legais impostas aos *insiders*.

Praticamos o ativismo colaborativo pois acreditamos na união do *expertise* financeiro de investidores com o *expertise* empresarial dos empreededores de negócios como poderosa ferramenta no processo de geração de valor. Não acreditamos no ativismo combativo como um caminho eficiente para criação de valor no longo prazo no Brasil. A estrutura societária da maioria das empresas abertas brasileiras possui a figura do acionista controlador que tem sua posição protegida seja pela presença de duas classes de ações (ON X PN), seja pela presença de intransponíveis e irremovíveis *"poison pills"* ou *"shark repelents"* nos estatutos sociais. Com isso, os acionistas controladores asseguram o direito de orientar os negócios das empresas e escolher os administradores, não sendo possível aos minoritários reorientar os negócios, mesmo que a empresa esteja sendo mal gerida.

Em função disso, se torna central em nossa análise o entendimento profundo das motivações e interesses dos controladores das empresas que investimos. Se houver alinhamento de interesses entre controladores e minoritários, está aberta a janela de oportunidade para a prática do ativismo colaborativo.

Avaliamos caso a caso a conveniência de adotar postura ativa e ponderamos se o benefício de influenciar diretamente o processo de formação de valor compensa o custo de uma redução na liquidez.

Em geral, quando fazemos investimentos ativos seguimos os determinados parâmetros:

Controle	Minoritários relevantes ou controle compartilhado
Histórico de Resultados	Preferimos empresas lucrativas do que empresas em reestruturação
Momento no Ciclo	Preferimos empresas abertas ou fechadas em fase pré-IPO do que empresas fechadas de pequeno porte ou em fase pré-operacional
Histórico dos Administradores	Preferimos empresas bem administradas do que promover mudanças na administração
Precificação	"TIR" superiores a 20% ao ano acima da inflação
Setor	Flexibilidade para investir em qualquer setor

Nossos fundos

A Leblon Equities é responsável pela gestão de 3 fundos de investimentos com veículos locais e *offshore* que oferecem acesso às estratégias *Long Only*, *Equity Hedge* e Ações Ilíquidas (*Private Equities* e *PIPEs**).

Nosso objetivo é atingir altos retornos com baixo risco de perda permanente no longo prazo. Acreditamos que o sucesso na implementação de nossa filosofia de investimentos só é possível a partir da construção de uma base de investidores adequada ao perfil dos ativos em que investimos, ou seja, investidores com horizonte de longo prazo que nos permitam investir de forma contra-cíclica.

A gestão de riscos preocupa-se em minimizar perdas permanentes de capital. Fazemos isso exigindo margem de segurança significativa em nossos investimentos, não utilizando alavancagem excessiva e controlando o nível de liquidez de acordo com a estrutura de resgates dos nossos fundos.

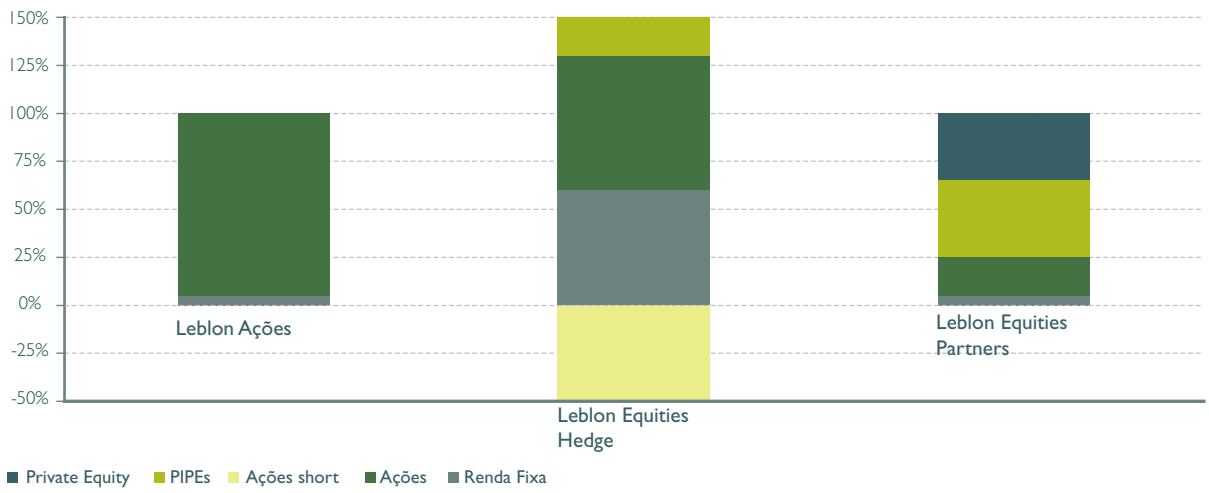
Não nos preocupamos com volatilidade de curto prazo, e tão pouco com consistência de performance em base mensal. Não estamos dispostos a trocar altos retornos de longo prazo por menor volatilidade no curto prazo. Consideramos impossível combinar três fatores: i) altos retornos de longo prazo; ii) baixo risco de perda permanente e iii) grande consistência de curto prazo. Para atingir nosso objetivo de longo prazo, estamos dispostos a abrir mão de consistência de curto prazo.

Os fundos Leblon Ações FIC FIA (*long only*) e Leblon Equities Partners FIA (*PIPEs* e *Private Equity*) não terão política ativa de *hedge* e a exposição líquida a ações deve oscilar entre 70% e 95% de acordo com as oportunidades. Estes fundos têm liberdade para investir oportunisticamente na compra de "seguros" para as carteiras. Tipicamente os seguros serão comprados via compra direta ou sintética de opções de venda de ações ou índices de ações.

Já o fundo Leblon Equities Hedge FIC FIA (*Hedge Fund*) tem uma política ativa de hedge e utiliza instrumentos variados como venda a descoberto de ações e índices, compra direta ou sintética de opções de venda, venda de opções de compra de ações, e ainda poderá utilizar instrumentos não-*equities* visando a proteção do fundo.

O gráfico abaixo ilustra a composição típica dos nossos fundos:

Gráfico 2 Composição das carteiras



* *Private Investments in Public Equities*. Investimentos privados em empresas públicas.

Nossa visão da crise

Nossa opinião sobre o cenário atual é construída principalmente a partir do contato próximo que temos com as empresas que acompanhamos. Nossa visão é mais pessimista do que o consenso de mercado (Boletim Focus de 2 de jan de 2009) quando o tema é o crescimento do Brasil em 2009. Também achamos que a taxa de juros no final do ano deve ser menor do que a esperada, já que o Banco Central terá que se preocupar mais com o risco de forte desaceleração econômica do que com o risco de inflação.

Se por um lado as projeções de lucro para as empresas devem continuar caindo, por outro a taxa de desconto a ser utilizada para calcular o valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas deverá diminuir. Quem vence? Precisamos analisar caso a caso, de acordo com a nossa estratégia *bottom-up* de investimentos.

Temos ainda uma outra variável relevante que adiciona complexidade: a taxa de câmbio. Achamos que, no longo prazo, o Real deverá se valorizar contra o Dólar ou até contra uma cesta de moedas internacionais, apesar do Brasil ser forte exportador de *commodities* com preços e volumes cadentes. Isto porque, do ponto de vista relativo, muito provavelmente o Brasil será um dos países que menos sofrerá com a crise global. A economia relativamente fechada, que nos fez crescer abaixo da média mundial nos últimos anos, agora funcionará a nosso favor. Hoje, vemos investidores americanos obrigados a vender ativos pelo mundo para pagar dívidas domésticas, o que vem apreciando o dólar. No longo prazo, entretanto, investidores asiáticos e do oriente médio perceberão cada vez mais as incertezas de se investir em ativos americanos, levando-os a diversificar investimentos pelo resto do mundo, beneficiando os fluxos para o Brasil e outros emergentes que fizeram o dever de casa nas últimas décadas de sucessivas crises.

Acreditamos que a crise global, iniciada há mais de um ano, ainda está longe de ser resolvida. Os governos lutam para anestesiar o doente com injeções enormes de capital em empresas insolventes. Toda a liquidez que os bancos centrais disponibilizam aos bancos não chegam às empresas porque a crise não é apenas de liquidez, mas de confiança na capacidade das empresas de suportar a depressão econômica com forte endividamento em seus balanços. A parte mais complexa, que será a desalavancagem do sistema, com a transformação de dívida em capital e a posterior saída dos governos das empresas privadas, ainda está muito distante. O pós-operatório será longo e incerto pois nunca houve situação semelhante em tais proporções que de alguma forma tenha dado algum tipo de experiência aos condutores do processo. O consumidor americano terá que economizar para pagar dívidas e isto reduzirá a demanda por muitos produtos de forma permanente, o que significa uma mudança qualitativa da demanda e não apenas quantitativa. Tal mudança inviabilizará muitos negócios cujo efeito em cadeia gera dúvidas quanto à capacidade de cumprimento de contratos de forma geral. Em diversas cadeias produtivas, já vemos empresas assumindo papel de bancos, financiando fornecedores e clientes, o que aumenta o risco do sistema ainda mais.

Apesar desta visão conjuntural relativamente pessimista, acreditamos que o preço de várias ações brasileiras já refletem incertezas suficientes para tornar os retornos muito atrativos em prazos mais longos. Dado o custo de oportunidade das alternativas, a relação risco-retorno do investimento de longo prazo em determinadas ações no Brasil hoje é fantástica.

Crise é oportunidade

Acreditamos que: (1) o valor das empresas listadas em bolsa, na média, está mais atraente do que o das empresas de capital fechado (*private equity*) (Gráfico 3); (2) empresas com negócios orientados ao mercado interno estão mais atraentes do que as empresas exportadoras, a despeito da melhor perspectiva das primeiras (Gráfico 4); (3) empresas de menor capitalização na bolsa estão mais baratas do que as empresas maiores e mais líquidas em função do prêmio de liquidez exigido por investidores internacionais (Gráficos 5 e 6); (4) a precificação atual de parte das empresas que abriram capital recentemente abre janelas de oportunidade para os PIPEs (Gráficos 7 e 8).

O retorno embutido no preço das ações no Brasil encontra-se em níveis altíssimos se considerado o custo de oportunidade das alternativas. O Gráfico 3 a seguir mostra a evolução do P/L* de um universo representativo de empresas ao longo da última década. Embora ainda estejamos acima do "low de 2002", consideramos o mercado atualmente mais depreciado do que naquela ocasião. Embora em 2002 o P/L fosse 4, o custo de oportunidade era signficativamente maior. Na ocasião, a taxa de juros real projetada para os 5 anos seguintes encontrava-se em torno de 20% ao ano. Hoje estas ações negociam a P/L 6 enquanto o custo de oportunidade de longo prazo é de 8% ao ano acima da inflação**, e rapidamente caindo. Além dos preços das ações, na média, estarem atraentes, a dispersão atual entre os *valuations* é altíssima. A crise não poupou empresas boas com negócios relativamente protegidos da crise.

Gráfico 3 Empresas listadas X não listadas

Fonte: UBS (ações listadas) e Leblon Equities (estimativa Private Equity)

* - Indicador preço/lucro líquido projetado para os 12 meses seguintes

** - NTN-B com vencimento em 15/05/2013. Base: 31/12/2008

Embora seja difícil reunir informações precisas sobre a evolução dos *valuations* das empresas privadas, empiricamente observa-se que os múltiplos de negociação destas empresas são pouco voláteis ao longo do tempo e guardam forte correlação com o nível de retornos livre de risco de longo prazo.

Pode-se afirmar que as transações envolvendo empresas de capital fechado acontecem, em geral, em patamares de avaliação (múltiplos) relativamente próximos ao valor das empresas determinado pelo seu fluxo de caixa descontado. Isto ocorre em função destas transações ocorrerem entre *players* que conhecem bem os negócios (vendedor – acionista controlador-fundador; comprador – Estratégico ou financeiro que em geral faz uma profunda *due-dilligence*) e as transações levarem um tempo relevante para serem fechadas (média de 6 meses) permitindo ajustes na formação do preço final a medida em que o conhecimento entre vendedor, que inicialmente é maior, e comprador vai se equalizando.

Já nas negociações de ações que acontecem diariamente na Bolsa de Valores, pedaços de empresas são transacionados entre vendedores e compradores, na média, muito menos informados do que aqueles participantes de negociações envolvendo empresas de capital fechado. Tal desinformação faz com que a formação de preços esteja menos correlacionada no curto prazo com o valor real das empresas e mais suscetível aos humores dos participantes, humores estes fortemente influenciados por eventos de curto prazo.

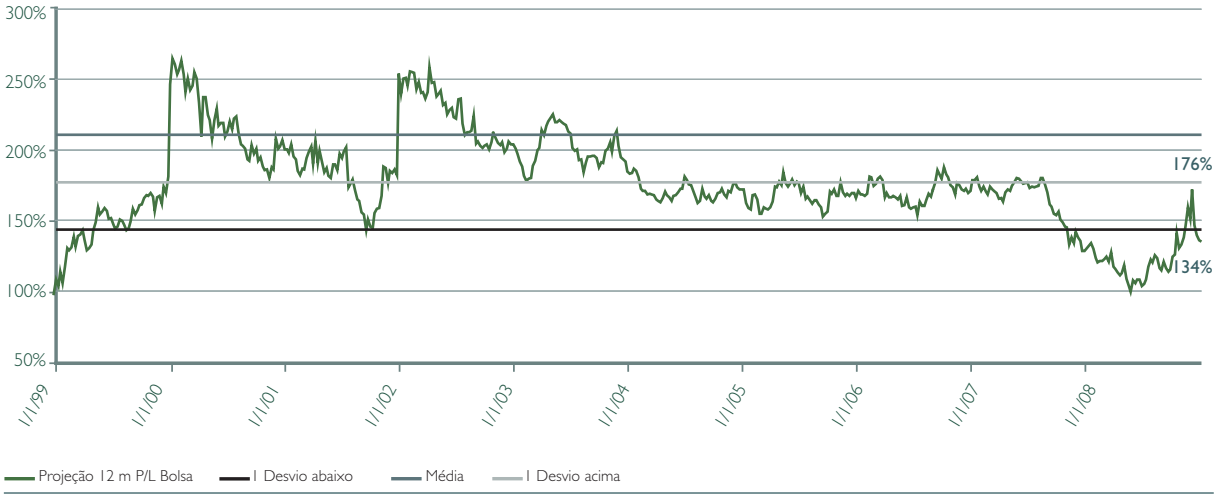
Tais fenômenos tendem a fazer com que em momentos como o atual, de profundo desânimo em relação ao futuro, a diferença de *valuations* entre as empresas abertas e as empresas fechadas atinja níveis extremamente favoráveis para o investimento em empresas abertas. O oposto é verdadeiro nos momentos de euforia como o vivido em 2006, 2007 e início de 2008 (vide Gráfico 3).

A partir deste entendimento, torna-se fundamental para o investidor em empresas com perfil de longo prazo ter flexibilidade para investir tanto em empresas abertas quanto em fechadas de acordo com o balanço de oportunidades, que, no momento, favorece francamente o investimento em ações de empresas abertas.

Exportadoras vs Domésticas

O Gráfico 4 abaixo ilustra a evolução dos *valuations* relativos entre as empresas com negócios orientados ao mercado interno e empresas exportadoras de *commodities*. Negociando em múltiplos próximos às exportadoras de *commodities*, as empresas orientadas ao mercado interno nos parecem muito mais atraentes neste momento na medida em que a visibilidade resultados é maior e o risco menor do que no caso das empresas exportadoras de *commodities* cujos produtos devem sofrer uma queda de demanda e de preço em virtude da desaceleração da economia. Apesar da forte consolidação ocorrida ao longo da última década em setores como minério de ferro, a história nos mostra que as correções destes movimentos são inexoráveis e sua magnitude costuma ser proporcional a amplitude do movimento de alta.

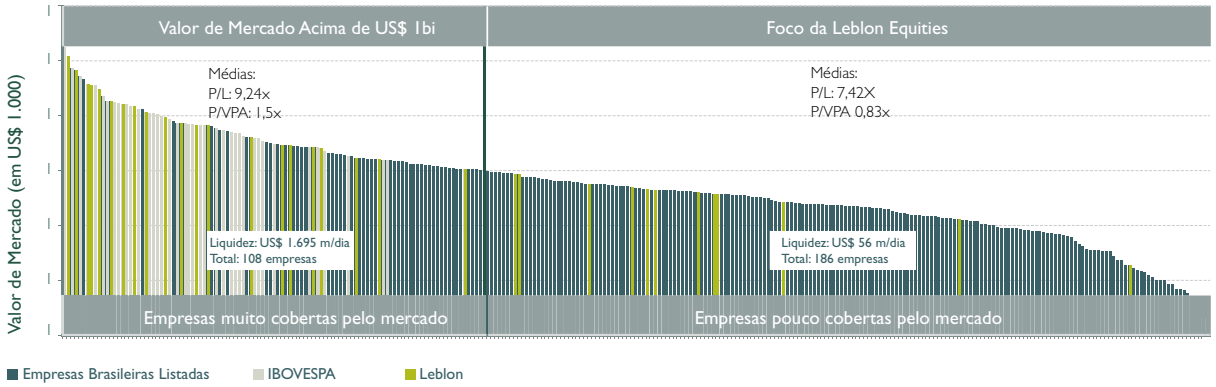
Gráfico 4 P/L das empresas com negócios orientados ao mercado interno/P/L das empresas exportadoras



Fonte: UBS

A crise internacional aumentou consideravelmente os prêmios de liquidez mundo afora e no Brasil não foi diferente. As *small caps** estão negociando com desconto significativo em relação às *large caps* a despeito de suas perspectivas de crescimento. A recente onda de IPOs no Brasil cujas ações foram compradas, na maioria, por investidores estrangeiros, negociam atualmente, em média, a preços 60% abaixo dos preços de lançamento das ações. Isto abre janela de oportunidade significativa para a modalidade de investimento *PIPE* em função de: 1) atratividade para o comprador: o preço de mercado é importante balizador para essas transações; 2) atratividade para o vendedor: os controladores das empresas recém listadas, após capitalizarem a si próprios e as suas empresas, desejam reestruturar o projeto "companhia aberta" e nos parecem atualmente bastante abertos a receber acionistas colaborativos de longo prazo que, com uma participação reduzida no capital total das empresas (10-20%), possam ajudá-los na tarefa de reconduzir a empresa a melhores patamares de precificação.

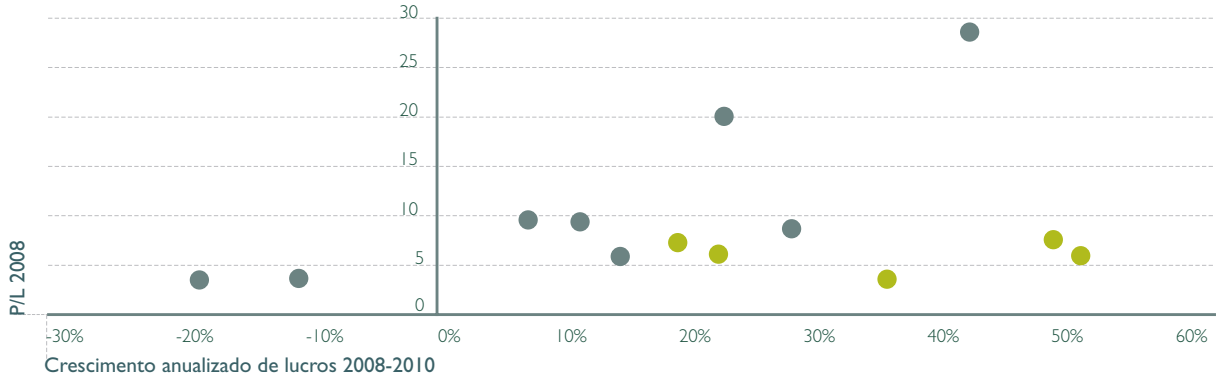
Gráfico 5 Large Caps x Small Caps - Alto Prêmio por Liquidez



Fonte: Economática

* Empresas com valor de mercado inferior a US$1Bilhão

Gráfico 6 Large Caps x Small Caps – Expectativa de Crescimento de Lucro

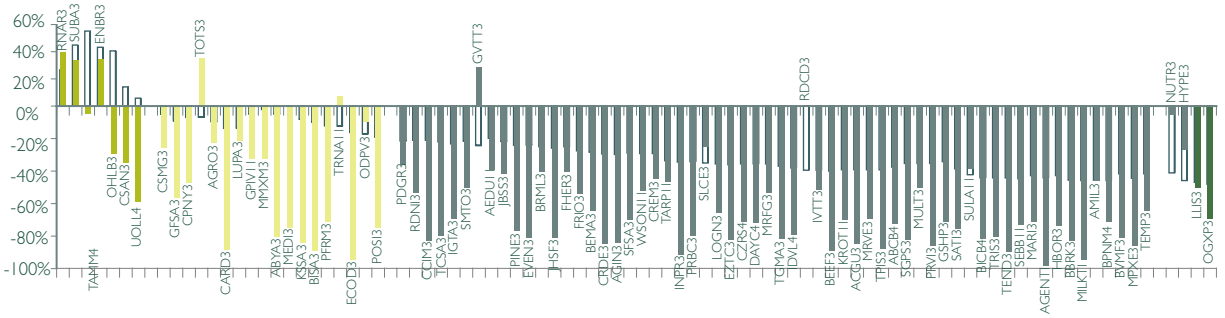


● Large caps ● Small caps em que a Leblon investe

Fonte: Economática e Leblon Equities

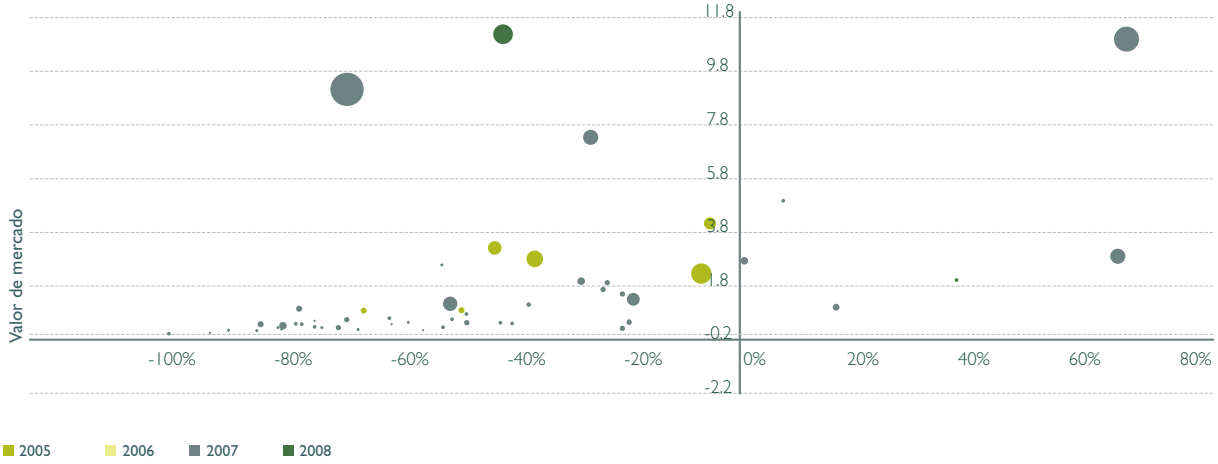
PIPEs

Gráfico 7 Performance desde o IPO x Ibovespa



Fonte: Economática

Gráfico 8 Performance dos IPOs x Ibovespa – IPOs de Small Caps: Performance Pior que Large Caps*



Fonte: Economática

* Tamanho dos círculos proporcional ao valor de mercado da empresa

Caso de investimento

Bicbanco (BICB4)

O BICBANCO é o vigésimo maior banco brasileiro por ativos com base em informações do Banco Central de Setembro de 2008, com cerca de R$13 bilhões em ativos totais e uma carteira de crédito de aproximadamente R$9,7 bilhões. Especializado em operações de crédito para segmento conhecido como *Middle Market*, o BICBANCO era em Setembro de 2008 o sétimo maior banco privado de capital nacional por ativos e o maior dentre os bancos de pequeno e médio porte listados na Bovespa. Até o terceiro trimestre de 2008, o banco manteve forte expansão de seus ativos de crédito, sustentado pelo crescimento da economia brasileira e sua atuação focada no segmento de *Middle Market*, que apresentou uma das taxas de expansão mais relevantes nos últimos anos. O BICBANCO foi fundado em 1938 e está sob controle do mesmo grupo desde então, tendo operado principalmente como um banco regional (concentrado na região Nordeste) até a década de 80, quando passou a operar em escala nacional.

A carteira de crédito do BICBANCO mostra uma razoável diversificação por produto (o banco tem atuação relevante em financiamento do comércio exterior além dos produtos de capital de giro e conta garantida), região geográfica e setor econômico, tendo ainda prazos relativamente curtos (em Setembro de 2008, aproximadamente 40% da carteira de crédito tinha vencimentos inferiores a 90 dias). O banco realizou uma oferta inicial de ações em Outubro de 2007, aumentando seu capital em cerca de R$500 milhões, após um aumento de capital de seus acionistas de cerca de R$400 milhões. Esse reforço de capital foi importante para dar ao banco margem de segurança adicional para suportar o crescimento de crédito mostrado até então, se provou crucial para enfrentar os desafios que a turbulência financeira apresentou no final de 2008 e também representa uma vantagem no cenário mais desafiador de 2009. Ao longo do processo de crescimento forte de crédito nos últimos 3 anos, o banco manteve bom retorno sobre patrimônio líquido e manteve sólidos níveis de qualidade de crédito e eficiência operacional. Os desafios trazidos pela crise financeira do final de 2008 não são pequenos e o banco enfrentou, como vários outros, o estresse acentuado dos últimos meses do ano, com redução de depósitos e dificuldade de renovação de captações externas, sendo forçado a adotar postura muito mais conservadora na concessão de crédito. Um dos principais riscos para o banco agora é o impacto da esperada desaceleração econômica, assim como o cenário de menor liquidez que prevalece desde o final do ano passado, na qualidade de sua carteira de crédito e resultados.

Quando analisamos o BICBANCO inicialmente como uma oportunidade de investimento, o valor de mercado do banco estava próximo a R$500 milhões, representando cerca de 30% do patrimônio líquido do banco em Junho de 2008 e aproximadamente 1,2 vezes o lucro do segundo trimestre de 2008 anualizado. A partir de Setembro e de maneira mais acentuada em Outubro de 2008, sabemos que o mercado avaliou empresas financeiras com base em um cenário que incorporava riscos elevados de insolvência. O valor de mercado do BICBANCO refletia esse cenário que se não impossível, dado o momento delicado enfrentado por bancos ao redor do mundo, nos parecia improvável em função da estrutura de balanço do banco e todas as medidas tomadas pelo Banco Central para melhorar a liquidez do sistema bancário. Ainda, a avaliação de mercado do banco, quando medida pelos múltiplos mencionados acima, era a mais negativa dentre todos os bancos pequenos e médios listados na Bovespa. Atribuindo uma baixa probabilidade ao cenário de insolvência e crise generalizada no sistema bancário brasileiro, julgamos o risco-retorno do investimento atrativo a época e com a melhora da situação de liquidez ao longo de Novembro e Dezembro, nos sentimos mais confortáveis em aumentar nossa posição inicial nas ações de BICBANCO.

Os gráficos abaixo apresentam a relação entre o retorno sobre patrimônio líquido *(ROE)* e o múltiplo preço valor patrimonial (PVPA), do universo de bancos brasileiros de pequeno e médio porte listados na Bovespa, com base em preços de 24 de Outubro de 2008, quando começamos a analisar as ações de BICBANCO como potencial investimento e com base em preços mais atuais (fechamento do dia 9 de Janeiro de 2009). Os bancos estão identificados pelo código de negociação de suas ações preferenciais, sendo o tamanho de cada banco no gráfico o seu respectivo valor de mercado na data.

Gráfico 9: Avaliação de Mercado em 24|10|08

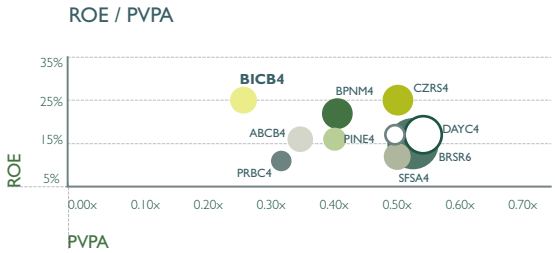
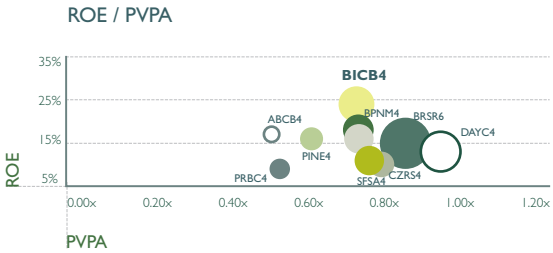


Gráfico 10: Avaliação de Mercado em 9|01|09



Dados dos fundos

	Leblon Ações FIC FIA	Leblon Equities Hedge FIC FIA	Leblon Equities Partners Ações FIA
Objetivos	Atingir elevados retornos no longo prazo a partir de investimentos em ações de empresas que estejam sendo negociadas abaixo do valor intrínseco (fluxo de caixa descontado).	Atingir elevados retornos absolutos no longo prazo a partir de investimentos realizados predominantemente no mercado de ações no Brasil. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado	Atingir elevados retornos absolutos no longo prazo a partir de investimentos realizados predominantemente em empresas de capital aberto e fechado brasileiras. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira em investimentos de liquidez reduzida em empresas abertas e fechadas.
Aplicações	Diariamente, conversão de cotas em d+1 Aplicação mínima: R$100.000,00 Movimentação mínima: R$ 20.000,00 Saldo mínimo: R$ 100.000,00	Diariamente, conversão de cotas em d+1 Aplicação mínima: R$100.000,00 Movimentação mínima: R$ 20.000,00 Saldo mínimo: R$ 100.000,00	Diariamente, conversão de cotas em d+1 Aplicação mínima: R$200.000,00 Movimentação mínima: R$ 100.000,00 Saldo mínimo: R$ 200.000,00
Resgates	Resgates solicitados até o dia 10 de cada mês serão pagos no último dia útil do mês. Conversão de cotas D-3 do dia do pagamento. Pagamento em D+4: taxa de saída de 10%.	Resgates solicitados até o dia 10 de cada mês serão pagos no último dia útil do segundo mês subsequente. Conversão de cotas D-3 do dia do pagamento Pagamento em D+4: taxa de saída de 10%..	Pagamento do resgate: último dia útil do trimestre civil subseqüente, sujeito ao prazo de carência (lock up) de 2 anos. Conversão de cotas D-3 do dia do pagamento.
Horários de Movimentações	Até às 14 h	Até às 14 h	Até às 14 h
Categoria Anbid	Ações Livre com Alavancagem	Ações Livre com Alavancagem	Ações Livre com Alavancagem

Dados do Administrador / Distribuidor
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61)
Av. Presidente Wilson, 231 - 11º andar - Rio de Janeiro
20030-905 - RJ - Brasil
Tel: +55 21 3219-2998 Fax +55 21 3974-4501
www.bnymellon.com.br/sf
SAC: "Fale Conosco" em www.bnymellon.com.br/sf ou 21 3974-4600,
11 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Dados do Gestor
Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda.
Av. Niemeyer 2 – 201 - Rio de Janeiro
22450-220 – RJ - Brasil
Tel: +55 21 3206-7300
www.leblonequities.com.br
Para maiores informações favor contactar Laura Tostes:
contato@leblonequities.com.br ou
laura.tostes@leblonequities.com.br

Os fundos citados neste material utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas.
Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Estes fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.
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.
A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.
É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento dos fundos de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos.

ANBID
A presente instituição aderiu ao Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento.