LEBLON
EQUITIES

Carta Leblon 3

3° trimeste / 2009

www.leblonequities.com

É com grande satisfação que publicamos nossa terceira "Carta Leblon". Esperamos que este canal de comunicação consiga, de forma sucinta, transmitir a nossa visão prospectiva dos principais temas afetando nossas decisões de investimento. Para que tenhamos sucesso é fundamental a sua participação com críticas, sugestões ou até mesmo palavras de estímulo.

Obrigado e abraços,

Leblon Equities

MAR REVOLTO, MAS NAVIO LENTAMENTE NA DIREÇÃO CERTA.

Nossa visão global se mantém cautelosa. O problema do endividamento excessivo dos agentes econômicos (principalmente os bancos) nos EUA e na Europa continua a existir, e talvez até de forma piorada com a ajuda de liquidez oferecida pelos governos. Ao invés de forçar um ajuste penoso, mas definitivo e rápido, de conversão de dívidas em ações, os governos decidiram empurrar com a barriga a questão central da desalavancagem. O circo continua a pegar fogo, mas pelo menos agora a multidão se dirige à saída de forma ordeira, o que pode ser bom para os primeiros da fila, mas certamente trará muitas vítimas. O ideal teria sido uma tentativa de apagar o fogo definitivamente. Desta forma os bancos problemáticos (para não carregar na tinta e dizer quebrados) vão se capitalizando lentamente "via mercado" com os "últimos da fila" enquanto apresentam números "maquiados". Em resumo, enquanto não houver uma solução definitiva que transforme em "pó" (ou quase) os atuais acionistas, dando o controle dos negócios aos possuidores de dívida, estaremos num mercado de ações bastante volátil ou instável, apenas comprando tempo na esperança de que locomotivas como a China, Índia e Brasil consigam produzir crescimento global suficiente para que os ativos podres não fiquem tão podres .A qualquer momento a multidão pode perceber que não haverá espaço para todos no capital das empresas e poderemos ter novamente um outro estouro da boiada. Globalmente os resultados das empresas foram melhores do que o esperado no segundo trimestre, o que ajudou a performance das ações, mas muito se deveu a regras contábeis flexibilizadas para que os bancos globais não parecessem insolventes, o que não deve se sustentar indefinidamente. As notas explicativas contábeis não passarão despercebidas por muito tempo.

BRASIL, ENFIM, UM PORTO SEGURO. FORTE CANDIDATO A PRÓXIMA BOLHA?

Apesar desta visão potencialmente negativa para a performance dos mercados acionários nos países desenvolvidos, fica cada vez mais forte a percepção de que o Brasil poderá continuar se saindo relativamente bem (e em nossa última Carta demos as nossas razões para isso). Os juros continuam a cair e o Real a se apreciar, os fluxos para investimentos diretos continuam em patamares altos e pela primeira vez em muitos anos o volume de dívida privada ultrapassou o volume de dívida pública. Além disso o mercado de IPOs se reacendeu com a maior oferta do planeta (Visanet) em 2009. Em resumo, temos um mercado de capitais cada vez mais normalizado dando asas ao espírito empreendedor dos empresários, o que, no final das contas, é o que faz com que o crescimento econômico melhore.

Na nossa visão, se houve algo de positivo nos últimos 12 (ou 24) meses de crise global foi o fortalecimento da visão dos investidores globais de que o Brasil realmente mudou de patamar em termos relativos. O Brasil está deixando de ser visto como um país de "beta alto" no contexto global e assumindo, junto com a China, um local de destaque na nova alocação global de ativos como um porto seguro (beta baixo). Assumir esta posição de refúgio seguro para o capital internacional de longo prazo tem um impacto enorme no fluxo de investimentos dado o pequeno tamanho relativo da bolsa brasileira. Soma-se a este capital global uma paralela realocação do capital local em função da queda dos juros locais para níveis historicamente baixíssimos. Temos aí uma combinação explosiva de fluxos que podem continuar a alimentar uma forte apreciação relativa dos ativos brasileiros, mesmo num contexto de queda das bolsas mundiais. Neste contexto, embora concordemos com a visão de que a China é de fato uma locomotiva estrutural de longo prazo afetando o tamanho da demanda global, achamos que, no curto e talvez médio prazo a forte alta de algumas commodities metálicas não se sustentará. O que houve nos últimos dois trimestres nos parece muito mais uma recomposição de estoques ao longo da cadeia produtiva do que um retorno da demanda global aos padrões de consumo pré-crise. Principalmente na cadeia de bens de consumo durável (carros, linha branca etc). A China tem atuado historicamente como um comprador de commodities extremamente oportunista, fazendo estoques em momentos de crises e parando de comprar em seguida. Se este jogo se repetir podemos estar prestes a assistir a momentos de queda de preços destas commodities, o que pode afetar negativamente diversos dos papéis mais líquidos da Bovespa, cujo índice é extremamente concentrado nos setores de mineração e siderurgia.

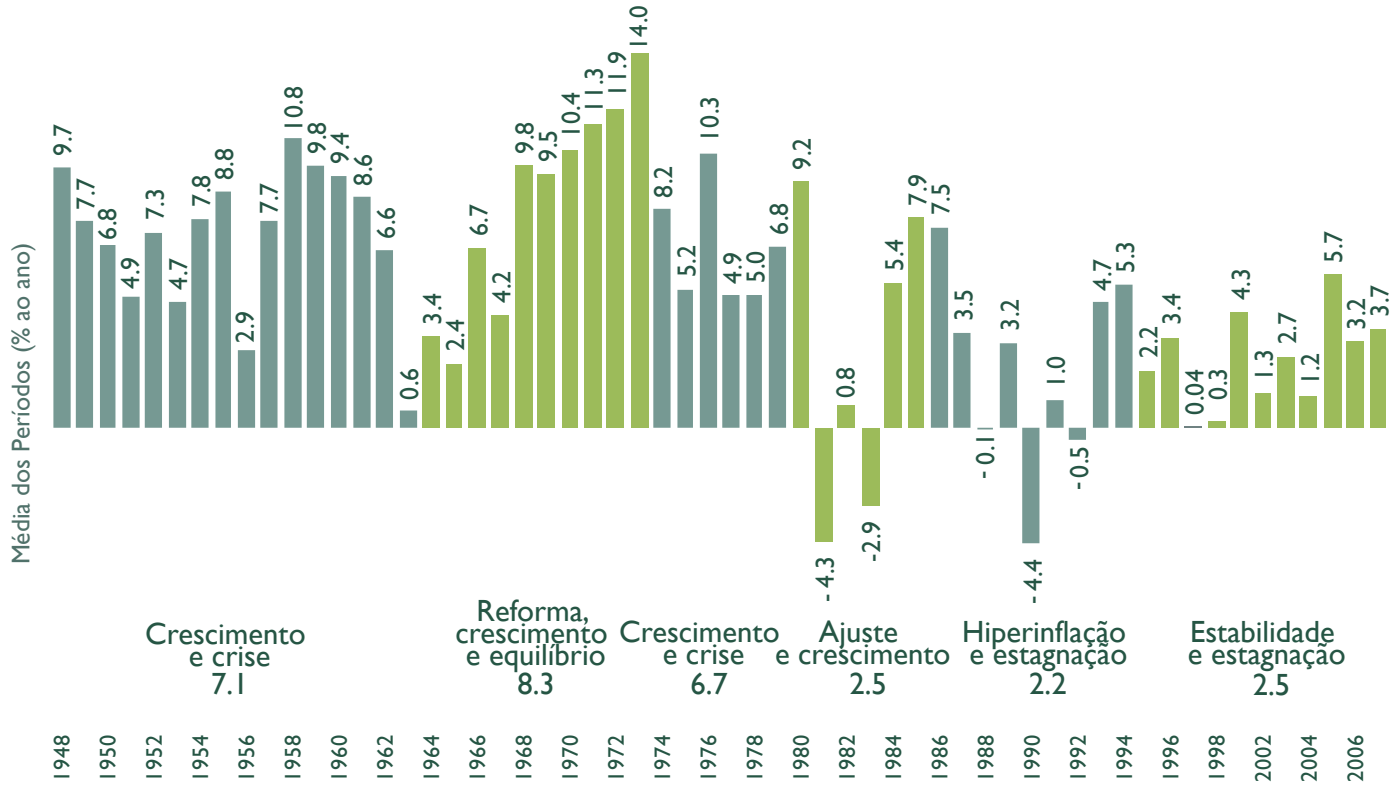
Pela primeira vez na história a China desbancou a Alemanha como o maior país exportador do planeta, e os EUA como o maior importador de produtos brasileiros. Esta integração econômica crescente entre China e Brasil tem impacto significativo no potencial de longo prazo da demanda mundial por produtos (principalmente agrícolas) brasileiros (inclusive energia, cada vez mais um "subproduto" agrícola). A escala desta transformação estrutural (como o ocorrido entre Brasil e Japão no milagre da década de 70) terá impacto profundo no valor dos ativos brasileiros, que poderão vislumbrar taxas de crescimento acima do atualmente projetado pelo consenso de mercado por muitos anos.

O nível de preço dos ativos brasileiros tem que mudar de fato por uma melhora dos fundamentos já que deveremos ter por diversos anos uma taxa de juros globalmente baixa e um potencial crescimento de mercado além do atualmente projetado.

AS MÁS NOTÍCIAS (OU OPORTUNIDADES?)

Apesar de todo este nosso "otimismo" quanto ao potencial relativo brasileiro, temos um DNA de ceticismo que não nos deixa "tranquilos". Os problemas brasileiros, se não minimizados ou solucionados, continuarão a produzir taxas de crescimento abaixo do potencial desnecessariamente na faixa de 4% ou 5% a.a. ao invés de 5% a 7%. Para efeito de comparação, 2% a mais de crescimento de longo prazo podem significar um aumento do P/L justo potencial da carteira do Leblon Ações de 20% (um aumento do P/L justo potencial da carteira do Leblon Ações de 20% (nada desprezível, ainda mais num mundo de juros quase zero).

Gráfico I: Brasil: Taxa Crescimento Real PIB, 1948-2006



Fonte: IBGE

Apesar de todo o vento a favor o Estado brasileiro continua a ser um fardo pesado, e, até o momento, não temos a menor indicação de que o processo político (eleições presidenciais em 2010) venham a criar as condições ou uma agenda de consenso para as reformas necessárias:

(1) Impostos na faixa de 40% do PIB (contra 15% na China ou Rússia)

(2) Baixa capacidade de investimento do Estado (apenas 3% do PIB) já que o custo da máquina pública consome os esforços fiscais de forma ineficiente. Como consequência a infra-estrutura (principalmente logística eg: estradas, portos e aeroportos) está em frangalhos, tirando competitividade das empresas.

(3) Sistema tributário extremamente complexo, em cascata e regressivo, tirando competitividade dos exportadores e da legalidade. Informalidade na faixa de 50% da economia (segundo estudo da McKinsey), principalmente pela enorme carga de impostos sobre salários (ao invés de sobre os lucros).

(4) Sistema Educacional e de Saúde estatais extremamente ineficientes reduzindo a mobilidade social, os ganhos de produtividade e tirando competitividade internacional.

(5) Sistema Previdenciário estatal por repartição, e não por acumulação pessoal privada (ou até mista), o que atrofia o mercado de capitais, reduz a eficiência do sistema e não incentiva o crescimento da taxa de poupança (reduzindo a taxa de investimento).

(6) Sistema Político caro e ineficiente (sem fidelidade partidária de fato e com representatividade distorcida já que um deputado por São Paulo precisa de muitos votos a mais do que um do Amapá para ser eleito).

Uma agenda política de reformas estruturais nos temas acima poderia funcionar como catalizador para transformar a possível bolha brasileira no horizonte numa valorização com mais fundamentos estruturais de longo prazo, e aí, quem sabe, quando a locomotiva chinesa diminuir de ritmo talvez o Brasil possa contribuir de forma ainda mais relevante para o crescimento global.
Pela primeira vez nos últimos 25 anos o processo eleitoral que se aproxima será visto como uma oportunidade, e não como um risco. Por isso, corretamente, o custo de capital no país vai paulatinamente convergindo para o padrão dos países "responsáveis" o que justifica a valorização estrutural das ações.

NOSSOS FUNDOS

Apesar da forte apreciação recente do Ibovespa, ainda encontramos muitas empresas com casos interessantes e preços atrativos no Brasil.
Nossas empresas (carteira do Leblon Ações e book direcional long do Leblon Equities Hedge), a título de comparação, negociam hoje a 13 vezes o lucro esperado para 2009, contra 17 vezes para o Ibovespa (que na nossa visão pode estar ainda mais caro em função das falsas expectativas positivas para os setores de mineração e siderurgia).
Se todas as nossas empresas atingissem simultaneamente o valor que consideramos correto (baseando-se em modelos de fluxo de caixa descontados) teríamos um potencial de valorização de 67% para o Leblon Ações, extremamente atrativo quando comparamos com o atual custo de oportunidade local ou global (juros reais de 4% a.a. no Brasil e praticamente zero nos países desenvolvidos).

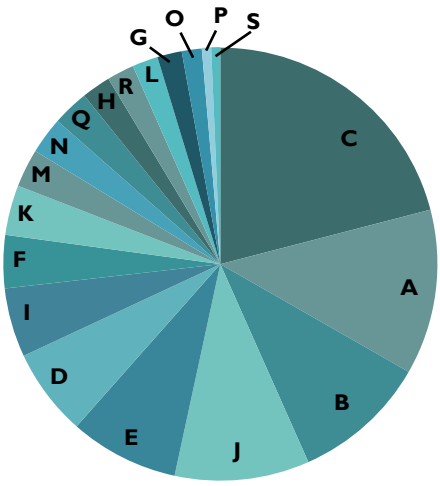
Tabela 1: Holding Leblon Ações FIC de FIA

"Holding" Leblon Ações FIC de FIA

	82%		9%		9%
Empresas não-financeiras		Empresas Financeiras		Caixa	
Quantidade de Empresas	15	Quantidade de Empresas	2		
% do Fundo	82%	% do Fundo	9%	% do Fundo	9%
	2009		**2009**		
Receita Líquida	11.776.077	Ativos	10.047.309		
EBITDA	2.618.012	Empréstimos	6.679.334		
Lucro Líquido	1.066.734	Depósitos	3.101.938		
		Lucro Líquido	224.281		
Valor de Mercado	14.643.695	Valor de Mercado	1.593.960	Valor de Mercado	1.675.468
Dívida Líquida	2.967.964				
EV	17.611.659	Valor Patrimonial	1.519.580		
Earnings Yield	7.3%	Earnings Yield	14.1%	Earnings Yield	8.8%
P/L	13.7	P/L	7.1	P/L	11.4
EV/EBITDA	6.9	P/Book	105%		
		ROE	15%		
		Patrimônio	17.901.432,80		
		P/L da carteira	12.9		
		P/L IBOV 2009E	17.7		

Fonte: Leblon Equities

Gráfico 2: Breakdown Performance Leblon Ações no "target"



Top 7 = 45% Attribution

Gráfico 3: Upside por Ativo

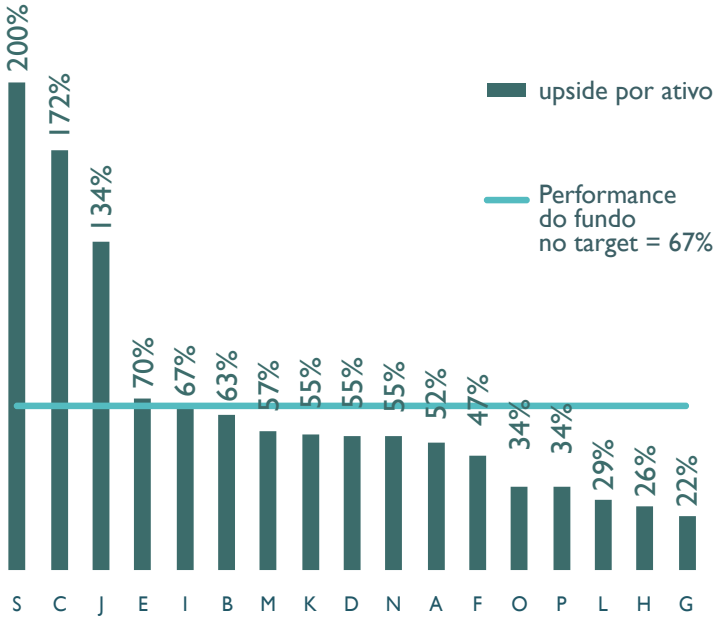
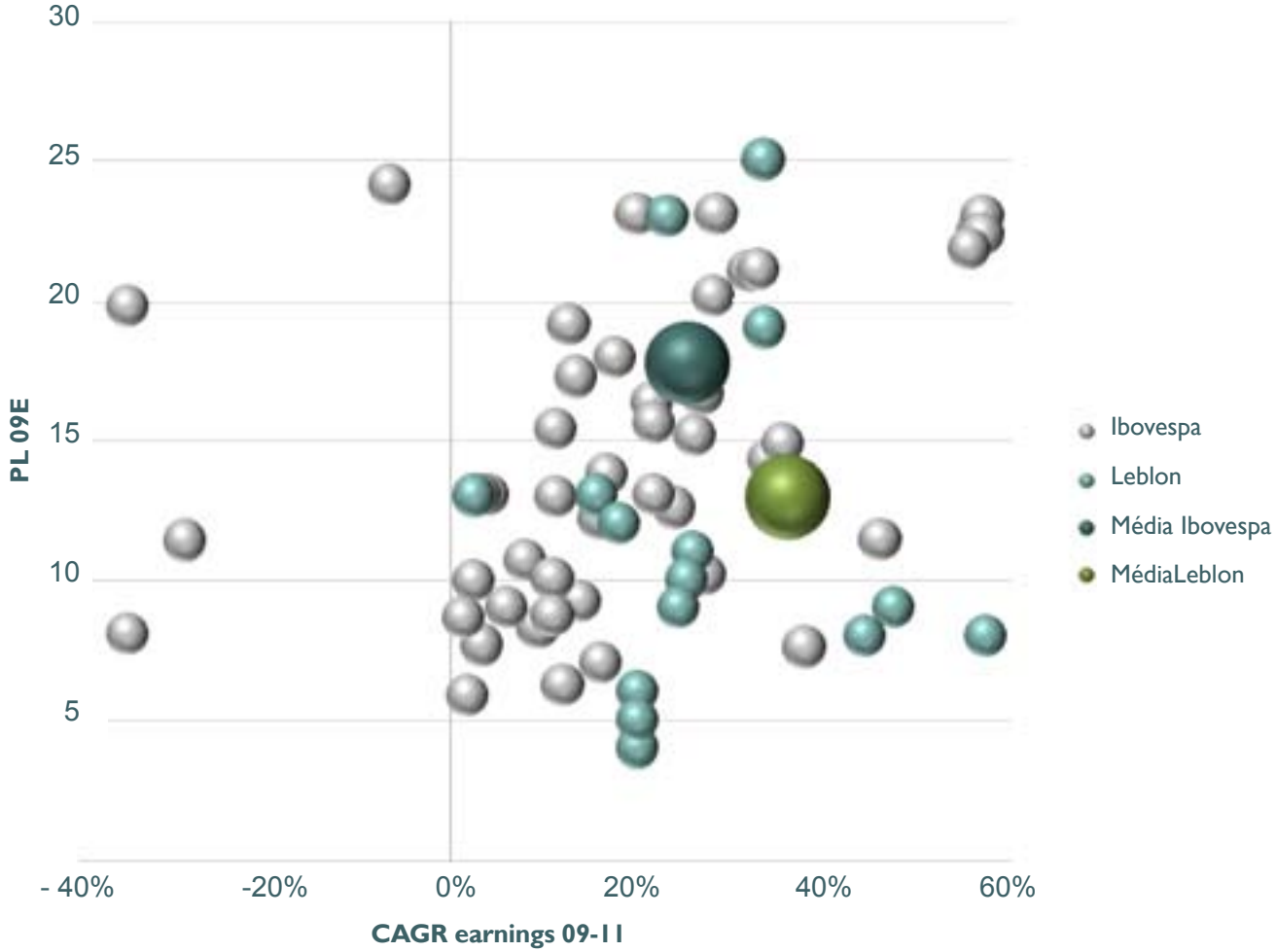


Gráfico 4: Valuation Leblon Ações x Ibovespa*



*Excluindo Leblon e Ibovespa outliers

Fonte: Leblon Equities

No Leblon Equities Hedge, temos mantido um net exposure bastante baixo quando comparado ao gross exposure do Fundo que na média manteve-se em torno de 170% ao longo dos últimos 6 meses. Temos concentrado significativamente o Fundo nas estratégias direcionais long e direcional short que concentram as empresas do Leblon Ações na carteira long e tem concentrado empresas de mineração, siderurgia e logística na carteira short. Os pares e arbitragens representaram em média 30% do gross exposure do Fundo ao longo dos últimos 6 meses.

Gráfico 5: Exposição Bruta e Líquida no Mês

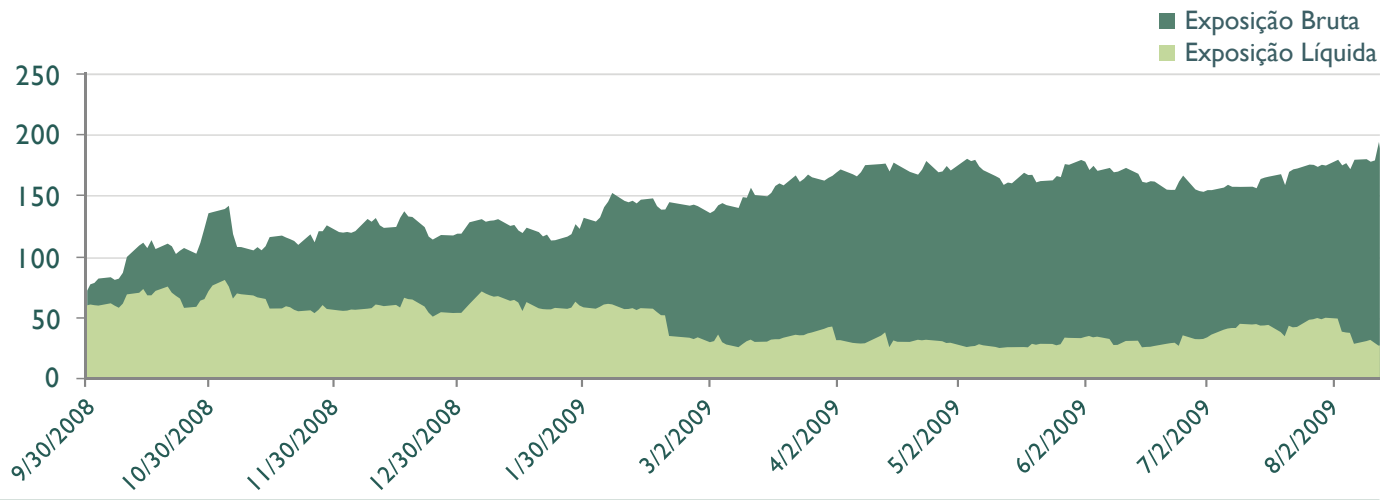


Gráfico atualizado até 15/8/2009

Fonte: Leblon Equities

Gráfico 6: Exposição Bruta por Estratégia

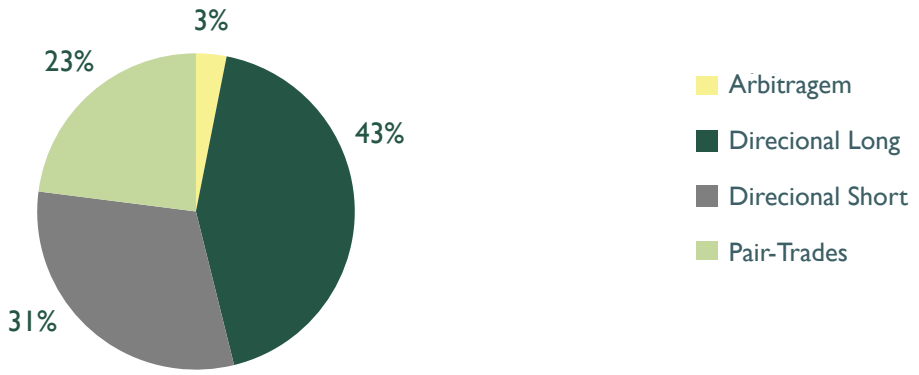


Gráfico atualizado até 15/8/2009

Fonte: Leblon Equities

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 – 11° 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.
O Leblon Equities Par tners Ações FIA está autorizado 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.

Equipe Leblon Equities

Pedro Chermont – pedro.chermont@leblonequities.com.br
Marcelo Mesquita – marcelo.mesquita@leblonequities.com.br
Pedro Rudge – pedro.rudge@leblonequities.com.br
Felipe Claudino – felipe.claudino@leblonequities.com.br
Bruno Pereira – bruno.pereira@leblonequities.com.br
José Maria Sá – jose.sa@leblonequities.com.br
Luis Felipe Magon – luis.magon@leblonequities.com.br
Victor Uebe – victor.uebe@leblonequities.com.br
Laura Tostes – laura.tostes@leblonequities.com.br
Daniel Aiex – daniel.aiex@leblonequities.com.br
Eduardo Cintra – eduardo.cintra@leblonequities.com.br
Adriana Medeiros – adriana.medeiros@leblonequities.com.br

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

Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda. ("Leblon") does not sell nor distribute shares of investment funds or any other security. The content of this document has been prepared solely for informational and transparency purposes to the management carried out by Leblon and is neither intended, nor should be considered, as an offer to sell, or as a solicitation to acquire shares in any investment fund or any other security. The content of this document is solely for the use of the recipient and shall not be reproduced, distributed, published, copied or disseminated to others, except with prior and express written permission. Past performance does not guarantee future results. Investments in the Funds are not guaranteed by Leblon or any other service providers to the Funds, any insurance mechanisms or the Credit Guarantee Fund of Brazil (FGC). Leblon takes no responsibility for investment decisions taken based on this material. Access to this document or use of the services or information provided herein is prohibited by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law, rule or regulation.