

O encerramento do mês de junho de 2013 representa um marco importante na história da JMalucelli Investimentos. Há cinco anos, celebrávamos com clientes e parceiros o lançamento do JMalucelli Small Caps FIA e do JMalucelli Marlim Dividendos FIA, nossos dois fundos de investimento em ações, com estratégias focadas em disciplina e uma gestão voltada ao longo prazo.

Desde então, o mundo mudou, e muito. Passamos pela maior crise financeira desde a Grande Depressão. Instituições financeiras centenárias desapareceram. Os mercados emergentes se mostraram mais resistentes à crise que os seus pares desenvolvidos. A primavera árabe redefiniu a ordem geopolítica do Oriente Médio. Os brasileiros elegeram a primeira mulher presidente e o primeiro presidente negro foi eleito nos Estados Unidos. Para completar, catástrofes naturais de grandes proporções afetaram milhões de pessoas.

Dentro deste cenário, nos cinco anos encerrados em 30 de junho de 2013, os juros nominais brasileiros atingiram níveis de apenas um dígito e declinaram de 12,25% para 8% ao ano. O câmbio mostrou uma desvalorização do Real em relação ao Dólar e saltou de 1,59 para 2,21, enquanto a inflação ultrapassou o teto da meta estabelecida pelo Banco Central e passou de 6,1% para 6,7% em uma janela de doze meses. O Índice Bovespa, por sua vez, sofreu uma desvalorização de 27,0% e declinou de 65.017 para 47.457 pontos.

Foi dentro deste contexto que o JMalucelli Small Caps FIA e o JMalucelli Marlim Dividendos FIA obtiveram retornos positivos equivalentes a, respectivamente, 56,0% e 51,9%. Estes números, além de aproximadamente 80% acima do resultado obtido pelo Índice Bovespa, foram conquistados com uma volatilidade inferior à apresentada por todos os demais produtos classificados como Ações Small Caps e Ações Dividendos no consolidado desta janela. Combinação de retornos positivos e riscos reduzidos, ilustrada no final deste relatório, que nos dá a certeza de que estamos no caminho certo.

Em linha com as estratégias apresentadas a nossos clientes, os números conquistados ao longo destes cinco anos comprovam que objetivos como preservação de capital e rentabilidades diferenciadas, quando acompanhados por tempo e disciplina, podem sim caminhar juntos. Embora respeitem diferentes critérios para a composição de suas carteiras, tanto o JMalucelli Small Caps FIA como o JMalucelli Marlim Dividendos FIA colocam em prática uma filosofia de investimento focada em valor na qual, entre outras coisas, tempo é mais importante que *timing* e disciplina é condição *sine qua non* para o sucesso.

O JMalucelli Marlim Dividendos FIA, por exemplo, superou a rentabilidade apresentada pelo Índice Bovespa neste período mesmo convivendo com rentabilidades inferiores ao *benchmark* nos anos de 2009 e 2012. Isto porque, no longo prazo, a ausência de grandes perdas é muito mais importante que elevadas rentabilidades esporádicas. Para ilustrar este ponto, observamos que, enquanto uma desvalorização de 50% no preço de um ativo exige uma valorização de 100% para que ele retorne ao mesmo patamar, uma desvalorização de 66% já depende de um retorno de 200% para conseguir a mesma recuperação.

Esta simples ilustração matemática, por si só, já deixa clara a atratividade de uma estratégia defensiva focada em dividendos, que costuma oscilar menos que o mercado em geral dado o constante fluxo de proventos recebido por sua carteira. Contudo, o diferencial do produto vai muito além disso. Ao investir em empresas com bom histórico de pagamento de dividendos, privilegiando aquelas que oferecem um *dividend yield* de pelo menos 6% ao ano por pelo menos três anos, investimos em empresas que naturalmente passam por importantes testes de qualidade.

Em sua maioria, representam negócios estáveis e geradores de caixa, seja a partir de marcas consolidadas, como AmBev, vantagens competitivas, como CSN, ou regulação setorial, como Telefônica. O foco em dividendos, além disso, deixa de lado um grande número de empresas que não geram caixa o suficiente para remunerar seus acionistas por meio do pagamento de proventos, seja por conta de elevado endividamento, da dependência de grandes investimentos operacionais ou da fase embrionária de suas atividades, como aquelas pertencentes ao Grupo X. Fácil perceber, portanto, a qualidade e o menor risco por trás desta estratégia.

O JMalucelli Small Caps FIA, por sua vez, superou a rentabilidade apresentada pelo Índice Bovespa não só no acumulado destes cinco anos, mas também em cada um dos anos ao longo deste período. Quando o índice se desvalorizou, o produto se desvalorizou menos. E quando o índice se valorizou, o produto se valorizou mais. Embora este não seja necessariamente seu objetivo, estamos certos de que a conquista de números superiores ao *benchmark* em diferentes momentos do mercado comprova a importância de uma gestão ativa e pautada em análises próprias na conquista de rentabilidades diferenciadas.

A carteira do JMalucelli Small Caps FIA é composta por empresas de pequena e média capitalização, com valor de mercado de até quatro bilhões de reais no momento da aquisição. O objetivo é se tornar sócio de empresas com um expressivo potencial de valorização no longo prazo, a partir da identificação de ações cujos preços negociados em Bolsa estão muito abaixo de seus valores intrínsecos. Acreditamos que o comportamento dos investidores em geral, quase sempre pautado em questões de curto prazo, oferece importantes oportunidades para aqueles que, como nós, tem o longo prazo a seu favor.

Portanto, como a correção da distorção entre preço e valor depende de tempo, o serviço que prestamos a nossos clientes não deve ser mensurado nem pelo giro de nossos investimentos nem pelo número de novas empresas que acrescentamos à carteira. Pelo contrário. A qualidade de nossa gestão deve ser avaliada pelo retorno que obtemos com as oportunidades de investimento que identificamos, o que, naturalmente, depende do tempo que dedicamos a cada uma delas e não simplesmente do acréscimo de novas posições. Acreditamos, por este motivo, que uma concentração maior em empresas que realmente conhecemos é mais eficiente que uma carteira com muitos nomes que pouco sabemos a respeito.

Ao longo destes cinco anos, o JMalucelli Small Caps FIA se tornou sócio de quatorze empresas diferentes, sendo quatro delas posições montadas no primeiro ano e que ainda estão em carteira e cinco delas posições que atingiram os preços que considerávamos justos e foram desinvestidas. Portanto, estamos seguros de que o nosso conhecimento sobre o

modelo de negócios de cada empresa e as oportunidades oferecidas por cada uma delas, razão pela qual procuramos manter posições concentradas nestes papéis, é a explicação dos resultados obtidos até aqui.

Entre os desinvestimentos já realizados, destaque para nomes como Bahema, Contax, lochpe-Maxion e Odontoprev, empresas que contribuíram de maneira relevante para a rentabilidade positiva que alcançamos. Entre aquelas que ainda estão em carteira, destaque para nosso otimismo com a execução de estratégias que lá atrás acreditamos serem possíveis, seja a partir de oportunidades oferecidas pelo desenvolvimento do mercado interno, como Bematech, do crescimento do investimento em infraestrutura, como Fras-le e Battistella, ou da melhor precificação de ativos detidos por empresas *holding*, como Unipar e Jereissati.

Olhando para frente, estaremos atentos para entender como qualquer mudança de cenário impactará a realidade das empresas em que investimos e daquelas em que poderemos vir a investir. Hoje, analisando a economia brasileira, enxergamos que, conforme o atual cenário de alta nos preços é acompanhado por um aperto fiscal e uma política monetária mais restritiva, o ambiente interno deve piorar antes de melhorar. A combinação de menores investimentos e juros mais altos em um momento em que o país já tem dificuldades para crescer, por exemplo, deve se tornar um obstáculo a mais para empresas que, entre outras coisas, apresentem níveis de estoques elevados ou margens pressionadas por suas dificuldades em recompor preços.

Análises como essa são fundamentais em nosso dia-a-dia. Voltaremos a entregar retornos satisfatórios nos próximos anos somente se pudermos continuar entendendo os impactos de longo prazo dos desdobramentos econômicos que acompanhamos diariamente, razão pela qual pretendemos estreitar ainda mais nossos laços e a frequência de nossa comunicação com clientes e parceiros. Vemos isto como um avanço importante porque, mais importante que um gestor seguro sobre as empresas em que os recursos estão sendo investidos, são clientes seguros com as decisões que estão sendo tomadas. O ano de 2012 deixou isto claro com a confiança de nossos investidores após o impacto sofrido por parte de nossas posições a partir das consequências negativas da revisão tarifária no setor elétrico, por exemplo.

De imediato, deixamos claro que, independentemente de humores de mercado, continuaremos focados em entregar excelentes relações risco-retorno para nossos cotistas. Estamos certos de que, seja em momentos de euforia ou de crise, há sempre oportunidades disponíveis para aqueles que souberem identificá-las. Caso aconteça, inclusive, um mercado em queda é visto por nós como uma excelente opção para aqueles que não necessitam resgatar seus recursos em horizontes mais curtos, uma vez que, sem se deixar influenciar pela miopia de análises de curto prazo, podemos aproveitar momentos de queda nos preços para adquirir participações em excelentes empresas por valores ainda mais baixos.

A página seguinte mostra nossos números completos nos últimos cinco anos. Uma prova de que uma visão de longo prazo, empregada com disciplina, é o segredo para o sucesso no mercado de ações. Agradecemos pela confiança até aqui e esperamos colecionar juntos novas vitórias daqui para frente.

Leonardo Deeke Boguszewski

Diretor Presidente

Tabela 1: JMalucelli Small Caps FIA – Rentabilidades (jun/08-jun/13)

JMalucelli Small Caps FIA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,8%	-7,2%	-18,8%	-23,7%	9,7%	7,5%	-33,4%	-33,4%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	3,6%	0,0%	-2,5%	17,5%	5,2%	0,9%	10,5%	8,5%	6,8%	7,2%	8,7%	4,7%	97,0%	31,1%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	1,1%	1,2%	-2,0%	-1,9%	-3,1%	2,1%	4,6%	3,0%	3,3%	8,2%	0,4%	3,0%	21,2%	58,9%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	0,4%	-1,8%	-1,0%	1,1%	-4,4%	0,8%	-2,5%	-6,4%	-3,3%	4,0%	-4,8%	1,2%	-15,8%	33,8%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	3,0%	2,2%	4,8%	3,6%	-14,2%	-1,3%	3,6%	6,8%	6,6%	5,8%	-0,5%	2,8%	23,5%	65,3%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	3,8%	5,9%	-0,9%	-3,4%	-3,8%	-6,7%	-	-	-	-	-	-	-5,6%	56,0%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	-	-	-	-	-	-	-22,1%	-27,0%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 33.754.395,84

Tabela 2: JMalucelli Marlim Dividendos FIA – Rentabilidades (jun/08-jun/13)

JMalucelli Marlim Dividendos FIA	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2008	-	-	-	-	-	-	-1,1%	-3,9%	-3,9%	-11,0%	8,4%	3,5%	-8,9%	-8,9%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-42,2%	-42,2%
2009	0,9%	0,9%	4,4%	7,5%	4,8%	4,1%	4,3%	1,1%	3,2%	-1,0%	2,1%	4,7%	43,6%	30,9%
Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	5,5%
2010	-0,8%	0,2%	0,9%	-0,5%	-2,1%	4,3%	5,5%	1,4%	-0,3%	2,6%	0,6%	4,7%	17,7%	54,0%
Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	6,6%
2011	-0,9%	0,5%	3,5%	1,2%	1,6%	-0,9%	-1,5%	-4,2%	-0,3%	6,2%	0,8%	6,4%	12,7%	73,5%
Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	-12,7%
2012	-0,5%	4,5%	5,0%	-1,6%	-5,8%	4,1%	-4,0%	-4,8%	-2,9%	-1,9%	-0,4%	6,3%	-2,8%	68,6%
Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	-6,3%
2013	-1,0%	-1,0%	-0,8%	0,5%	-1,2%	-6,7%	-	-	-	-	-	-	-9,9%	51,9%
Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	-	-	-	-	-	-	-22,1%	-27,0%

Patrimônio Líquido Médio nos Últimos 12 Meses: R\$ 234.023.558,84

Gráfico 1: Ações Small Caps – Risco x Retorno (jun/08-jun/13)

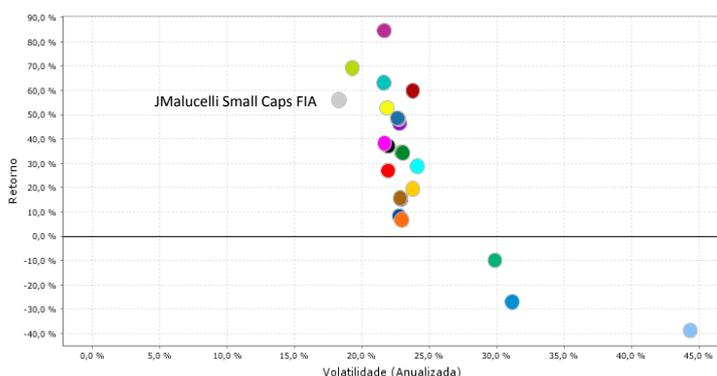


Gráfico 2: Ações Dividendos – Risco x Retorno (jun/08-jun/13)

