

MIND THE GAP¹

Lika T. Takahashi - Itakahashi@bancofator.com.br

SUMÁRIO EXECUTIVO E RECOMENDAÇÕES

No metrô de Londres se ouve ao entrar e sair do vagão a sentença "Mind the gap" que nada mais é que "olhe o espaço entre o vagão e a plataforma, e não enfie o pé lá dentro."

Um professor de ioga de um familiar costuma ensinar os segredos da meditação utilizando o mesmo "Mind the gap". Para ele, a meditação começa por criar intervalos entre um pensamento e outro, e quanto maior fosse o gap, menor eram os pensamentos. Este treino levaria a meditações cada vez melhores e cada vez com menos pensamentos poluidores. Para quem nunca tentou, recomendo o exercício.

"Mind the gap" serve também para a atitude do investidor em relação aos mercados. "Não olhe para trás, já está no preço e marcado a mercado, e sim olhe para frente, mas agindo sobre a única unidade temporal que podemos, o presente." Criar intervalos entre o que foi feito e o que estamos fazendo ajuda a decisões mais equilibradas do investidor.

"Green shoots", "glimmers of hope" e "segunda derivada" se tornaram populares na mídia e nos relatórios de analistas, e ilustram o quanto investidores se tornaram otimistas nas últimas semanas mesmo em ambiente de notícias ruins e pouca visibilidade da economia global.

Muitos acreditam que o fato dos investidores ignorarem notícias ruins é indicador de novo ciclo de alta nas bolsas.

| Notícia sobre | O que os investidores apenas quiseram ler | O que os investidores também deveriam ter lido |
|---------------------|---|---|
| Mercado de imóveis | (i) Desaceleração da queda A/A do índice S&P Case Shiller de preços de casas em 20 áreas metropolitanas dos EUA de 19,0% em jan/09 para 18,6% em fev/09; e (ii) Tendência de queda do estoque de casas novas e existentes tem se tornado mais clara. | (i) Os preços das casas continuaram a cair. Entre jan/09 e fev/09 o índice S&P Case-Shiller caiu 2,2%; (ii) A média de três meses das vendas de casas existentes tem caído quase que continuamente nos últimos seis meses para a mínima de 4,6 milhões em março; (iii) Pior, no ano, a maior parte das vendas dessas casas tem sido relacionada à execuções de hipotecas; (iv) Similarmente no mercado de casas novas, a média de três meses tem caído consistentemente para a nova mínima deste ciclo de 348 mil em mar/09; (v) O estoque de imóveis é ainda muito alto. |
| Mercado de trabalho | O número de pedidos de desemprego tem caído de forma inesperada nas últimas semanas. | O número total de pedidos de desemprego continuou a atingir novas máximas. O desemprego deve alcançar dois dígitos em meados do ano. |
| O lucro dos bancos | Bank of America: \$4,2 bilhões. Goldman Sachs: \$1,8 bilhão. Citibank: \$1,6 bilhão. | Bank of America: contabilizou ajuste a valor justo das notas estruturadas da Merrill Lynch de \$2,2 bilhões (antes do IR). Goldman Sachs: mudou o calendário fiscal e o banco "sumiu" com o mês de dez/08 onde o prejuízo líquido foi de \$780 milhões. O Citi se beneficiou de um ajuste contábil pouco seguido sobre a regra 159 do FASB que regula como bancos avaliam sua dívida, cujo efeito foi \$2,7 bilhões, i.e. o Citi somente reportou lucro porque seus <i>bonds</i> perderam valor (!). O banco também contabilizou \$1,3 bilhão por conta de redução das provisões de devedores duvidosos e \$400 milhões em função das novas regras de marcação a mercado. Total: \$4,4 bilhões. |
| Resultados do 1T09 | Até 1/5/09, cerca de 70% das empresas que integram o S&P500 reportaram seus resultados, dos quais cerca 62% foram surpresas positivas. | O que me parece é que os analistas se tornaram excessivamente conservadores no período. De acordo com o Thomson Reuters, a taxa de crescimento dos lucros do 1T09 passou de 12,5% no início do trimestre para -35,1% (combinação de lucros reportados e estimativas em 1/5/09). Com projeções que se tornaram extremamente pessimistas, não deveria ser novidade que haja tantas surpresas positivas. |
| PIB do 1T09 | As bolsas consideraram que após a queda pior que a esperada de 6,1% (em termos anualizados) a segunda derivada só pode melhorar. Investidores e analistas gostaram da grande queda dos estoques, o que sinaliza crescimento para o 2T09, e especialmente do aumento de 2,2% do gasto do consumidor, que indicaria estabilização no consumo. | O crescimento do gasto do consumidor norte-americano no 1T09 ocorreu após quedas significativas nos dois trimestres anteriores e possivelmente recebeu estímulo de gasolina mais barata e menor taxa de hipotecas. Na comparação A/A, em mar/09 o consumo não só continuou a cair como aprofundou a queda para 1,5%. |
| Mercados de crédito | Melhoraram nas últimas semanas. | Condições de <i>funding</i> têm melhorado, mas não ao ritmo indicado pelas bolsas. Mesmo os mercados de crédito parecem estar sendo guiados pelas bolsas |

¹<http://www.youtube.com/watch?v=2SDwMxT7hyU>

A plataforma para a alta recente das bolsas foi o forte pessimismo dos investidores. Detalhes sobre o programa de socorro aos bancos, a demonstração de união ao combate à crise na reunião do G20 e alguns indicadores não tão ruins afastaram a expectativa de Grande Depressão II. Os preços dos ativos se corrigiram de níveis bastante deprimidos e níveis recordes de dinheiro em caixa que não rende quase nada, que aliado ao processo de *short covering*, catalisaram o movimento.

Já que o título do relatório é ligado à ioga, é importante lembrar que para os hindus há quatro tipos de felicidade²:

- Sukha, o prazer transitório;
- Santhosha, o contentamento;
- Mudita, a felicidade espiritual; e
- Ananda, a felicidade suprema.

O *short covering*, e a surpresa de que o pior não aconteceu criaram no mercado momentos de Sukha e Santhosha, mas falta algo mais firme para chegarmos nos outros estágios de felicidade. Só não ter notícias ruins é boa notícia apenas no primeiro momento e não nos demais.

Para que o mercado alcance outros patamares de felicidade e as bolsas avancem para outro patamar, a recuperação econômica deve ser em "V" a partir do 2S09. Neste ponto, o investidor cuidadoso não deve extrapolar tendências: acreditar que a segunda derivada, após uma grande correção de estoques, significa a volta do nível de atividade no patamar verificado entre 2003 e 2007.

Uma recuperação econômica sustentável depende de formação de capital, que inclui compras de bens duráveis, construção residencial e gastos de capital. Isso não parece tão iminente em função das seguintes questões:

- (i) O mercado imobiliário ainda não atingiu o fundo do poço;
- (ii) O (ainda) mau funcionamento do sistema financeiro e conseqüente falta de crédito;
- (iii) Crédito barato, ajudas dos governos e planos fiscais não duram para sempre;
- (iv) Desalavancagem das famílias e das empresas;
- (v) Redução no gasto do consumidor com aumento do desemprego, baixo índice de confiança, maior poupança e eventualmente com a subida das taxas de juros com a inflação;
- (vi) Risco deflacionário;
- (vii) Racionalização – fechamento de capacidade;
- (viii) Risco de pandemia e efeitos negativos sobre o comércio global; e
- (ix) Mesmo a China, por si só, não pode salvar o mundo.

A decepção dos investidores pode estar na taxa de crescimento futuro da economia e dos lucros das empresas. Isso será conhecido ao longo do tempo. Enquanto isso, as bolsas poderão continuar a subir.

Se por um lado a intensidade, a velocidade e o número de acontecimentos nesta crise são surpreendentemente altos, por outro, o desenvolvimento da crise ocorreu em câmera lenta: o início da queda dos preços das casas em meados de 2006 disparou uma liquidação nos mercados de crédito somente após um ano, e nas bolsas após mais de dois anos. Isso pode ser tanto uma lembrança de que a lógica econômica pode levar um tempo para funcionar no mundo real quanto o fato de que vários aspectos desta crise são novos e, portanto, não antecipadas.

A característica desta crise é a incerteza.

Contra o fluxo não se luta e com ele tudo é possível. Mas, com base nos fundamentos, para comprar ações hoje é preciso assumir que algum otimismo econômico ainda não está avaliado. Mantenho a projeção para o Ibovespa de 51 mil pontos para o ano. Desta forma, por ora, acredito que a bolsa brasileira, de forma generalizada, atingiu seu preço justo.

Em abril, a bolsa brasileira continuou a acompanhar as bolsas norte-americanas. Entretanto, diferentemente dos meses anteriores, as ações da Petrobras e da Vale não lideraram a alta do Ibovespa, que reflete tanto o fato de que as cotações atingiram patamares próximos às estimativas de preços-alvo quanto o maior apetite dos investidores em ações de segunda linha.

² <http://bonsfluidos.abril.uol.com.br/edicoes/0071/canal3d/b.shtml>

O grande destaque positivo do mês foi o setor de construção civil, parte ainda como reflexo ao pacote de incentivo e à queda na taxa de juros. No mês passado errei ao recomendar realizar lucro nas ações que mais subiram em reação ao pacote, pois a minha dúvida era (e ainda é) se a essas medidas, mesmo que aliadas à queda da taxa de juros, são condições suficientes para criar demanda por imóveis em ambiente de desaceleração, aumento do desemprego e deterioração da confiança do consumidor. É possível que investidores tenham passado a ignorar as perspectivas curto/médio prazo (que ainda são negativas) e acreditar que o setor será o grande beneficiário da queda da taxa de juros. Lembro que "affordability", i.e. acessibilidade/disponibilidade, não é apenas uma questão de taxa de juros menor. Aquele que toma emprestado precisará ter acesso ao crédito e isso, em última instância, significa ter o dinheiro necessário para fazer e pagar o empréstimo, i.e. renda. Sem renda não se cria demanda, apenas o desejo de consumir. Veja o que ocorre no mercado de imóveis nos EUA onde as taxas de hipotecas caíram para mínimas históricas. Continuo *short* em construção civil.

Continuo a recomendar cautela com commodities. China é o país mais importante e a maior incógnita. A China foi o primeiro país onde o Purchasing Managers Index (PMI) voltou para acima de 50 pontos (zona de expansão), mas os dados de comércio exterior continuam fracos. A fraqueza do dólar e os temores sobre inflação futura em função do afrouxamento monetário global podem aumentar temporariamente os preços de commodities, mas altas mais consistentes dependerão do ritmo e da magnitude da recuperação da economia global.

Minha preferência ainda é por opções defensivas, que na maioria continuam sub-avaliadas, especialmente em um mercado onde não há espaço para surpresa negativa. As recomendações estão refletidas nos portfólios recomendados. Neste mês voltamos a incluir Eletrobrás ON (ELET3) com a expectativa de que a Eletrobrás, a exemplo do que ocorreu com a Petrobras, seja excluída do superávit primário para que possa aumentar seus investimentos. Isso abre a possibilidade de que o pagamento dos dividendos em atraso de cerca de R\$10 bilhões (dos quais apenas R\$2 bilhões referentes à parcela dos acionistas minoritários) seja excluído do superávit primário.

Em função dos preços das ações terem atingido nossas estimativas de preços-alvo, neste mês excluímos VALE PNA (VALE5) da carteira recomendada *Large Caps* e Localiza (RENT3), Fosfertil PN (FFTL4) e BIC Banco PN (BICB4) da carteira *Small Caps*. A exceção é Totvs que terá as estimativas revisadas para cima.

Ter saído do fundo do poço é notícia positiva, sem dúvida e digna de contentamento. Sair do fundo não significa alta a patamares anteriores a crise. Erro comum de investidores e provavelmente meu ao duvidar da alta forte deste início de ano foi e é a preocupação com o retrovisor. "Mind the Gap": abra espaço mental entre o que se fez ou deixou-se de fazer e o que se vai ou se está fazendo. Decida com base no presente pensando no que virá. O intervalo entre o que fazer e o que foi feito vale tanto para mercados em alta quanto em baixa. "Mind the Gap": investigue sua mente e suas decisões antes de investir. "Mind the gap" e pela busca da Ananda para todos nós.

No mês passado, a carteira recomendada *Large Caps* subiu 12,5% com *benchmark* Ibovespa e 12,3% com *benchmark* IBX-50, principalmente à boa performance de WEGE3 (+20,1%), CESP6 (+18,4%), ITSA4 (17,7%), VIVO4 (15,5%) e ALLL11 (+14,7%).

Diferentemente dos meses anteriores onde as ações *small caps* sofriam da (total) falta de interesse dos investidores o portfólio sugerido subiu 22,6%. As ações que tiveram a melhor performance foram TOTS3 (43,7%), IDNT3 (41,7%), RENT3 (38,7%), AEUD11 (33,0%) e MEDI3 (29,8%).

A carteira de dividendos teve alta de apenas 2,6%, onde todas as ações performaram abaixo do Ibovespa.

O QUE MONITORAR

LÁ FORA

Mercado de imóveis residenciais. A crise não acabará enquanto os preços das casas continuarem a cair. Da máxima, os preços das casas já caíram cerca de 30%. Alguns economistas estimam que a queda pode chegar a 40%-45%.

Desconfiança no sistema financeiro. O grande evento será o resultado do *stress test* que serão divulgados na próxima quinta-feira dia 7/5/09.

Defaults: de acordo com a Standard & Poor's, o número de "fallen angels" – empresas cujas classificações de risco são cortadas de grau de investimento para *junk* – caiu em mar/09 mais que em qualquer mês desde a Crise da Ásia em 1997. Isso pode se tornar um problema, pois os mercados globais continuam fechados para empresas classificadas como *junk*. A situação poderá se deteriorar, pois 69 emissores, com total de cerca de \$250 bilhões de dívida podem ter suas classificações rebaixadas *junk*.

Concordatas e falências: A crise financeira e a desaceleração econômica têm agravado a situação de empresas que se endividaram significativamente nos últimos anos. Algumas operações de *leveraged buy-out* (LBOS) também estão ameaçadas pelos mesmos motivos. A vítima *du jour* foi a Chrysler e o fundo de *private equity* Cerberus. As conseqüências das concordatas e falências atingem muito além de seus acionistas e credores. Somente a concordata da Chrysler poderá desempregar cerca de 40 mil pessoas nas fábricas nos EUA, mais 140 mil nos revendedores da empresa e 104 mil fornecedores.

"Insider selling". Artigo no Barron's Online da semana passada³ relata que no mês de abril (até a terceira semana), os *corporate insiders* – os executivos das empresas – haviam vendido mais ações de suas empresas que comprado. Como ninguém vende ações porque acha que vai subir é possível que os executivos não estejam tão entusiasmados com as perspectivas de uma alta consistente das bolsas. "Insider selling" pode ser um indicador bastante útil de *timing* de curto/médio prazo do mercado. Para aqueles que querem acompanhar as movimentações, há duas fontes indicadas pelo *blog* The Big Picture. O acesso do primeiro é permitido aos assinantes on-line do The Wall Street Journal e o do segundo é livre.

Insider Spotlight: http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3024-insider1.html?mod=mdc_h_usshl

Insider Monitor: http://www.insider-monitor.com/insider_stock_trading_report.html

Leste Europeu. Não é porque ninguém mais fala que os problemas daquela região deixaram de existir. Preocupa também a exposição dos bancos da Europa ocidental aos países do Leste Europeu.

Lucros das empresas. Com a redução dos gastos das famílias e utilização da capacidade na mínima, o ambiente continuará difícil para as empresas. Veja o *warning* recente da Caterpillar⁴, considerada como indicador da economia industrial global. Não é factível assumir que o próximo ciclo de lucros corporativos será parecido com o anterior. Haverá o que os economistas chamam de racionalização, i.e. fechamento de capacidade, e posteriormente o que Schumpeter chamam de destruição criativa.

Excelente a observação de Stephanie Pomboy⁵, fundadora da MacroMavens, provedora de análise macroeconômica, sobre o quão pouco é reconhecido o tamanho dos ganhos extraordinários gerados graças à bolha imobiliária nos lucros das empresas não financeiras norte-americanas entre o vale de 2001 e o pico de 2006. Com a ausência de fortes estímulos que criou a bolha imobiliária, ela prevê que os lucros das empresas não financeiras têm ainda mais para cair.

Commodities. Importante para determinar a direção dos mercados globais e de muitos emergentes que são dependentes dos preços de commodities. Associada a isso, também é chave a habilidade dos emergentes, principalmente da Ásia.

Taxa de juros. O *yield* das *Treasurys* de 10 anos superou 3,1% e voltou ao nível anterior à nov/08. Até quando os preços das ações e a cotação do dólar norte-americano não serão afetados por taxas de juros maiores?

China. Historicamente os dados sobre a China são ambíguos. Os mais recentes não são exceções. A recuperação da atividade e do crédito tem ocorrido em ambiente de forte deflação e significativa redução no comércio exterior. Como bem colocou nosso economista José Francisco Gonçalves, a.k.a. Kiko, "*Tem coisa que não fecha. Ou alguém avise a Vale que não deve interromper o projeto de níquel no Norte do Brasil.*"

BRASIL

Taxa de juros. Com as chances de recuperação mais rápida que nos outros países, passou-se a questionar o espaço para redução adicional da Selic.

Inadimplência. A qualidade de crédito e a inadimplência têm piorado, e devem ser monitorados nos próximos meses. A provisão de devedores duvidosos do Bradesco ilustra a situação: a carteira *non-performing loans* (NPL) cresceu de 4,5% no 4T08 para 5,4% no 1T09 e a média do índice NPL nos últimos sete trimestres foi de 4,3%. As despesas com provisões cresceram 48,8% T/T, como reflexo da deterioração de *ratings* de empresas e atrasos na carteira de pessoa física.

Ambiente para o consumidor. Embora em menor intensidade, o ambiente para o consumidor continuou a piorar em abr/09. A despeito da redução de 2 p.p. M/M no comprometimento da renda dos endividados e da queda de 1p.p. M/M na proporção de consumidores que não têm condições de saldar suas dívidas, o percentual de consumidores endividados aumentou 6 p.p. A/A e 5 p.p. M/M para 55% enquanto a proporção com contas em atraso subiu 5 p.p. A/A e 10 p.p. M/M. Adicionalmente, o nível de inadimplência, embora menor que no mês anterior, continua maior que no mesmo mês do ano anterior em todas as regiões e o índice de confiança do consumidor caiu 2,6% M/M e 16,2% A/A.

Concessões de crédito. Os bancos têm gradualmente voltado a conceder crédito. As notícias positivas ocorreram no segmento pessoas físicas, onde há a volta do crescimento de alguns segmentos dos créditos de balcão (de melhor qualidade) e o prazo médio aumentou de 479 em mar/09 para 489 dias em abr/09. Em contrapartida, no segmento pessoa jurídica cresceram apenas as modalidades *hot money* e capital de giro (mais caras) e o prazo médio entre mar/09 e abr/09 caiu de 290 para 287 dias.

³ Abelson, Alan, "Shareholders Be Damned!", Barron's Online, 27/4/09

<http://online.barrons.com/article/SB124061355986854673.html>

⁴ "A great deal of uncertainty exists in the global economy, making it extremely difficult to know how our customers will respond during the remainder of 2009."

Fonte: Resultado do 1T09, 21/4/09

<http://www.cat.com/cda/components/fullArticle?m=38622&x=7&id=1456621>

⁵ Abelson, Alan, "Shotgun Wedding", Barron's Online, 4/5/09

<http://online.barrons.com/article/SB124121846529378831.html>

PORTFÓLIOS RECOMENDADOS PARA MAIO 2009

Compomos o **Portfólio Recomendado 1 – Large Caps** apenas com as ações que integram o Ibovespa e o IBX-50, variando os pesos recomendados conforme as participações dos setores a que pertencem em cada índice. Neste mês incluímos CPLE6.

Tabela 1. Portfólio recomendado 1 - *large caps*

| Código | Cotação | Preço alvo | Potencial | Peso | | Valor | P/L | | Valor | VE/LAJIDA | |
|--------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|-------------------|--------------|-------|-------------------|--------------|-------|
| | 30/4/2009 (R\$) | Dez/09 (R\$) | Valoriz. (%) | recomendado (%) | IBX-50 (2) | Mercado (R\$m) | 2009P (x) | 2010P | Empresa (R\$m) | 2009P (x) | 2010P |
| ITSA4 | 9,38 | 11,95 | 27,4 | 13 | 20 | 36.450 | 8,3 | 6,9 | 36.450 | - | - |
| WEGE3 | 14,03 | 16,25 | 15,8 | 13 | 10 | 8.665 | 11,5 | 9,8 | 9.019 | 7,1 | 6,1 |
| ALLL11 | 11,33 | 17,00 | 50,0 | 12 | 10 | 6.536 | 17,8 | 12,8 | 9.356 | 7,5 | 6,4 |
| CESP6 | 15,39 | 27,00 | 75,4 | 8 | 6 | 5.040 | 10,1 | 6,8 | 10.775 | 5,7 | 5,1 |
| AMBV4 | 123,52 | 137,00 | 10,9 | 8 | 6 | 76.063 | 27,4 | 26,9 | 83.790 | 8,0 | 7,4 |
| TLPP4 | 47,78 | 65,70 | 37,5 | 8 | 6 | 24.188 | 9,3 | 8,9 | 26.125 | 3,9 | 3,8 |
| GETI4 | 18,00 | 21,00 | 16,7 | 7 | 6 | 6.863 | 8,0 | 7,8 | 7.315 | 5,2 | 5,1 |
| PETRA | 29,54 | 32,90 | 11,4 | 7 | 10 | 259.186 | 14,2 | 10,4 | 310.663 | 7,1 | 5,1 |
| BBAS3 | 18,46 | 20,08 | 8,8 | 5 | 8 | 47.409 | 6,4 | 5,4 | 47.409 | - | - |
| VIVO4 | 35,27 | 42,63 | 20,9 | 5 | 4 | 13.203 | 42,8 | 31,4 | 19.191 | 3,9 | 3,7 |
| TNLP3 | 41,31 | 51,13 | 23,8 | 5 | 5 | 15.108 | 9,9 | 9,2 | 26.898 | 3,9 | 3,7 |
| ELET3 | 28,80 | 35,00 | 21,5 | 5 | 5 | 32.612 | 8,1 | 8,7 | 44.541 | 5,2 | 4,9 |
| CPLE6 | 27,00 | 35,00 | 29,6 | 4 | 4 | 7.389 | 7,4 | 7,3 | 8.071 | 3,8 | 3,7 |
| | | | | 100 | 100 | | | | | | |

Fonte: Econômica, estimativas Fator Corretora

O **Portfólio Recomendado 2 – Small Caps** é composto por ações com valor de mercado não superior a \$3 bilhões e/ou volume médio diário de \$15 milhões.

Tabela 2. Portfólio recomendado 2 - *small caps*

| Código | Cotação | Preço alvo | Potencial | Peso | | Valor | P/L | | Valor | VE/LAJIDA | |
|--------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----|-------------------|--------------|-------|-------------------|--------------|-------|
| | 30/4/2009 (R\$) | Dez/09 (R\$) | Valoriz. (%) | recomendado (%) | (%) | Mercado (R\$m) | 2009P (x) | 2010P | Empresa (R\$m) | 2009P (x) | 2010P |
| LOGN3 | 7,44 | 9,00 | 21,0 | 12 | 12 | 682 | 8,7 | 8,8 | 499 | 4,2 | 3,3 |
| CTAX4 | 44,00 | 58,22 | 32,3 | 12 | 12 | 657 | 6,1 | 5,6 | 519 | 2,0 | 1,7 |
| ABNB3 | 12,20 | 19,50 | 59,8 | 12 | 12 | 628 | 7,3 | 5,5 | 766 | 4,1 | 3,4 |
| AEDU11 | 15,30 | 25,50 | 66,7 | 10 | 10 | 1.875 | 109,0 | 32,1 | 1.958 | 9,9 | 7,1 |
| SULA11 | 22,00 | 27,30 | 24,1 | 10 | 10 | 2.063 | 9,7 | 10,4 | - | - | - |
| UOLL4 | 6,67 | 10,78 | 61,7 | 10 | 10 | 801 | 7,7 | 7,3 | 231 | 1,6 | 1,4 |
| ESTC3 | 14,75 | 25,00 | 69,5 | 8 | 8 | 1.159 | 9,6 | 7,4 | 969 | 5,7 | 4,5 |
| MEDI3 | 6,80 | 9,60 | 41,2 | 8 | 8 | 474 | 13,3 | 5,1 | 297 | 5,1 | 2,2 |
| TOTS3 | 58,55 | 58,68 | 0,2 | 8 | 8 | 1.827 | 52,6 | 26,7 | 2.061 | 9,9 | 8,5 |
| MDIA3 | 22,60 | 23,10 | 2,2 | 5 | 5 | 2.564 | 26,3 | 10,0 | 3.008 | 9,3 | 5,7 |
| IDNT3 | 2,61 | 5,45 | 109,0 | 5 | 5 | 272 | ND | ND | 301 | 6,5 | 4,0 |
| | | | | 100 | 100 | | | | | | |

Fonte: Econômica, estimativas Fator Corretora

Com relação ao **Portfólio Recomendado 3 – Dividendos**, nosso critério é de compor uma carteira com ações que ofereçam *yield*, de preferência estáveis. Dessa forma, a previsibilidade de fluxo de caixa, resultados e, conseqüentemente, dividendos, e a volatilidade das ações são os critérios mais importantes. Adicionalmente gostaríamos de dizer que as ações selecionadas para este portfólio não possuem necessariamente recomendações atraentes de nossos analistas.

Tabela 3. Portfólio recomendado 3 - dividendos

| Código | Cotação | Preço alvo | Potencial | DPA | Yield | Retorno | Peso |
|--------|--------------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|--------------|---------------|
| | 30/4/2009 (R\$) | Dez/09 (R\$) | Valoriz. (%) | 2009 (3) (R\$) | estimado (%) | total (%) | recom. (%) |
| GETI4 | 18,00 | 21,00 | 16,7 | 2,13 | 11,8 | 28,5 | 30 |
| TLPP4 | 47,78 | 65,70 | 37,5 | 5,15 | 10,8 | 48,3 | 25 |
| CRUZ3 | 46,89 | 52,21 | 11,3 | 5,05 | 10,8 | 22,1 | 20 |
| CTAX4 | 44,00 | 58,22 | 32,3 | 3,62 | 8,2 | 40,5 | 15 |
| CGAS5 | 32,00 | 44,41 | 38,8 | 2,35 | 7,3 | 46,1 | 10 |
| | | | | | 10,4 | 35,7 | 100 |

Fonte: Econômica, Bloomberg, estimativas Fator Corretora

- (1) Regime competência
(2) Volatilidade dos últimos 12 meses

CONTATOS

Coordenadora de Análise de Investimento e Estrategista

Lika Takahashi, CNPI +5511 3049 9475
ltakahashi@bancofator.com.br

Economista-Chefe do Banco Fator

José Francisco de Lima Gonçalves +5511 3049 9156
jfrancisco@bancofator.com.br

Equity Sales Brasil

Andre Laponi +5511 3049 9560
alaponi@bancofator.com.br

Cristiano Braga +5521 3861 2507
cbraga@bancofator.com.br

Marcelo Junqueira +5511 3049 6004
mjunqueira@bancofator.com.br

Rodrigo Campos +5511 3049 9560
rcampos@bancofator.com.br

Equity Sales EUA

Erminio Lucci +1 203 517 2113
elucci@fatorsecurities.com

Equipe de Análise de Investimento

Biocombustíveis, Fertilizantes, Gás, Mineração, Papel e Celulose, Petróleo, Petroquímica e Siderurgia

Lika Takahashi, CNPI +5511 3049 9475
ltakahashi@bancofator.com.br

Rodrigo Fernandes +5511 3049 9478
rfernandes@bancofator.com.br

Hering Shen +5511 3049 6250
hshen@bancofator.com.br

Luís Gustavo Nuin +5511 3049 9401
lnuin@bancofator.com.br

Instituições Financeiras

Fernando Salazar, CNPI +5511 3049 9486
fsalazar@bancofator.com.br

Educação, Mídia, Internet, Telecom, Serviços Financeiros, Software e TV por Assinatura

Jacqueline Lison, CNPI +5511 3049 9471
jlison@bancofator.com.br

Pedro Gomes +5511 3049 9472
pgomes@bancofator.com.br

Gustavo Mendes Lôbo, CNPI +5511 3049 9411
gmendes@bancofator.com.br

Aeroespacial, Autopeças, Bens de Capital, Material de Construção e Transporte Aéreo

Jacqueline Lison, CNPI +5511 3049 9471
jlison@bancofator.com.br

Marcello Günther +5511 3049 6251
mgunther@bancofator.com.br

Saúde e Seguradoras

Iago Whately, CNPI +5511 3049 9480
iwhately@bancofator.com.br

Francisco Cintra +5511 3049 9477
fcintra@bancofator.com.br

Energia Elétrica, Logística e Saneamento

Renato Pinto, CNPI +5511 3049 9484
rpinto@bancofator.com.br

Vicente Falanga Neto, CNPI +5511 3049 9476
vneto@bancofator.com.br

Construção Civil

Eduardo Silveira, CNPI +5511 3049 9470
esilveira@bancofator.com.br

Sami Karlik, CNPI +5511 3049 9483
skarlik@bancofator.com.br

Alimentos, Bebidas e Fumo, Comércio, Cosméticos, Locação de Veículos, Têxteis e Calçados

Renato Prado, CNPI +5511 3049 9473
rprado@bancofator.com.br

Ronaldo Kasinsky +5511 3049 6218
rkasinsky@bancofator.com.br

Christiane Reimão +5511 3049 6147
creimao@bancofator.com.br

São Paulo – SP
R. Dr. Renato Paes de Barros, 1017
11º andar Cap 04530-001
Telefone: +5511 3049 9100
Fax: +5511 3842 4820

Rio de Janeiro – RJ
Av. Presidente Antonio Carlos, 51
8º andar CEP20020-010
Telefone: +5521 3861 2500
Fax: +5521 3861 2514

Disclosures

Este relatório foi preparado pela **Fator S/A Corretora de Valores** para uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da **Fator S/A Corretora de Valores**.

Este relatório é distribuído somente com o objetivo de prover informações e não representa, em nenhuma hipótese, uma oferta de compra e venda ou solicitação de compra e venda de qualquer instrumento financeiro. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data na qual este relatório foi publicado. Entretanto, as informações aqui contidas não representam por parte do **Fator S/A Corretora de Valores** garantia de exatidão das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade das mesmas, e não devem ser consideradas como tal. As opiniões contidas neste relatório são baseadas em julgamentos e estimadas, estando, portanto, sujeitas a mudanças.

Atendendo a Instrução CVM nº 388, de 30 de abril de 2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 412, de 07 de dezembro de 2004 e nº 430 de 30 de março de 2006, o(s) analista(s) de investimento, do departamento de análise de investimento da **Fator S/A Corretora de Valores**, que preparou(aram) este relatório declara(m) que:

(I) suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, as quais foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à **Fator S/A Corretora de Valores**.

(II) as opiniões e fatos apresentados neste relatório não foram revisadas e/ou aprovadas por outros profissionais das sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da **Fator S/A Corretora de Valores**.

(III) não possui(m), diretamente ou indiretamente, posições em ações e/ou outros valores mobiliários nas companhias que foram alvo de análise neste relatório, que representem 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, e não está(ão) envolvido(s) na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado.

(IV) não exerci(m) quaisquer funções no âmbito da(s) referida(s) companhia(ies) e nem mantém vínculo com qualquer pessoa(s) que tenha(m) tais atribuições.

(V) a sua remuneração e/ou compensação baseia-se em parte no resultado total das atividades financeiras, que incluem as atividades de *Investment Banking* e corretagem de valores mobiliários. Entretanto, como responsável(s) pela elaboração deste relatório afirma(m) não participar(em) de quaisquer transações das empresas objeto de análise, sendo que parte de sua(s) compensação(ões) não foi(ram), ou será(ão), diretamente ou indiretamente, relacionada a alguma opinião e/ou recomendação contida neste relatório.

(VI) diretor(es), empregado(s) e/ou representante(s) da Fator S/A Corretora de Valores e/ou das sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da Fator S/A Corretora de Valores e/ou diretor(es) das sociedades mediante mencionadas, cujos valores mobiliários são alvo de análise da referida Instituição: IDEIASNET.

(VII) a **Fator S/A Corretora de Valores** e/ou as sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da **Fator S/A Corretora de Valores** participou(ram) da oferta pública de títulos e/ou valores mobiliários, recebendo nos últimos 12 (doze) meses compensação, das companhias adiante mencionadas, cujos valores mobiliários são alvo de análise da **Fator S/A Corretora de Valores**: Rio Bravo, Vale, Agua Espraiada, S.I.C. Agrícola, GP Investments, COPASA-MG, OOX, Hypermarcas, Le Lis Blanc, Gerdau, MetaKúrgica Gerdau, Anhanguera, RedeCard, Faria Lima.

(VIII) ainda no que se refere à compensação, a **Fator S/A Corretora de Valores** e/ou as sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da **Fator S/A Corretora de Valores** recebeu(ram) compensação por serviços prestados nos últimos 12 (doze) meses relacionados à atividades financeiras e *Investment Banking* das seguintes companhias: VALE, Banco Nossa Caixa, Brasil Escodiesel e Suzano Papel e Celulose.

(IX) ainda no que se refere à compensação, a **Fator S/A Corretora de Valores** e/ou as sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da **Fator S/A Corretora de Valores** devem receber compensação por serviços prestados nos próximos 3 (três) meses relacionados à atividades financeiras e *Investment Banking* das seguintes companhias: CESP, ENAE, Brasil Escodiesel, Banco Nossa Caixa, INPAR, Suzano Papel e Celulose, Banco do Brasil S/A.

(X) a **Fator S/A Corretora de Valores** e/ou as sociedades que pertencem ao mesmo conglomerado financeiro da **Fator S/A Corretora de Valores**, ou fundos de investimento, cartiras e/ou clubes de investimento por eles administrados, possuem(m) 1% (um por cento), ou mais, do capital social das companhias adiante mencionadas, as quais são alvo de análise da **Fator S/A Corretora de Valores**: BM&FBovespa, FERBASA, FRAS-LE, Contax, UOL, Metal Leve, Indústrias Romi, La Fonte Participações, Lochpe-Maxion, BrasilAgro, Lucatex, CONFAB, Marisol, Parapanama e Bardella.

Informações adicionais sobre quaisquer ações recomendadas podem ser obtidas através de solicitação. Os relatórios publicados pela equipe de análise de investimento também podem ser encontrados em nosso site <http://www.bancofator.com.br>