

Buddy

Na carta anterior, atualizamos os fundamentos do nosso investimento na Ambev e explicamos as razões pelas quais aumentamos a exposição do Fundo na Inbev, no momento da aquisição da Anheuser Busch (Bud), transformando a companhia na maior cervejaria do mundo. A idéia agora é a de percorrer o *economics* desta transação singular.

O mês de julho marcou o segundo aniversário da aquisição da Bud pela InBev. Certamente, um período muito curto para se analisar qualquer investimento. Neste caso, muitos eventos já ocorreram desde que a aquisição foi negociada em meados de 2008. O momento já nos parece oportuno para uma checagem parcial dos resultados. Além disso, sabemos que poucas companhias costumam fazer uma análise *post mortem* de seus próprios investimentos, embora isto seja um exercício muito útil para gestores e investidores. Uma iniciativa nesta direção nos parece bem-vinda.

Cumpriremos o seguinte roteiro: primeiramente, rastreamos os números disponíveis na época da aquisição, até o terceiro trimestre de 2008. Com os ajustes que julgamos necessários, tentamos reproduzir a perspectiva que investidores tinham da transação naquele instante. Em seguida, verificamos o que de fato ocorreu e como o negócio progrediu. Optamos por usar números do ano de 2009, que representa o primeiro exercício completo após o fechamento da operação.

A análise que segue é relativamente simples. Apresentamos uma memória de cálculo, o passo a passo de um raciocínio baseado em informações públicas disponíveis. Para avançar em determinadas etapas, usamos nossas próprias estimativas, já que a companhia parou de divulgar informações sobre a Bud depois do terceiro trimestre de 2008. Evitamos o modelo de fluxo de caixa descontado que envolve projeções sujeitas a vieses e legítimas diferenças de opinião. O período muito curto também não aconselha uma análise de taxa interna de retorno. Sendo assim,

preferimos focar exclusivamente nos números como eles eram em 2008 e como ficaram em 2009. Com todas as limitações de uma análise estática, este exercício nos parece fornecer um retrato bastante satisfatório da evolução parcial do negócio.

Em seguida, estendemos a análise para checar-mos como os acionistas da InBev se saíram na transação, considerando o aumento de capital feito como parte do financiamento para a aquisição da Bud.

Parte I – números de 2008:

1. Custo Total de Aquisição: No dia 14 de julho de 2008, a InBev anunciou que o conselho de administração da Bud aceitou a oferta de US\$70 por ação (a proposta anterior tinha sido de US\$ 65). A Bud possuía 720 milhões de ações emitidas naquela data, mas considerando a diluição de opções que poderiam ser exercidas com a venda, o número de ações subia para 750 milhões. Com isso, o valor pago em caixa para os acionistas da Bud foi de US\$ 52,5 bilhões. A este valor temos que somar aproximadamente US\$ 1,3 bilhão em custos de transação de *investment banking*, bem como despesas pagas antecipadamente que dizem respeito ao financiamento do negócio. Portanto, o custo total de aquisição pago pela InBev foi de US\$ 53,8 bilhões.

Para colocar este preço de US\$ 70 em contexto, o maior preço atingido pela Bud antes da oferta foi de US\$ 54,92 em outubro de 2002. O preço médio no período de cinco anos entre abril de 2003 e abril de 2008 foi de US\$ 48,8, oscilando num intervalo entre US\$ 40,4 e US\$ 54,4.

2. Dívida Líquida Existente da Bud / Valor da Firma: Além do custo total de aquisição, a InBev também assumiu a dívida existente da Bud. Líquida do

caixa, estimamos esta dívida em US\$ 7,4 bilhões¹, o que eleva o valor total da firma para US\$ 61,2 bilhões.

3. Valuation implícito por P/L: À primeira vista, o valor implícito pago pela InBev foi muito alto. O lucro da Bud em 2007 tinha sido de US\$ 2,1 bilhões. Os primeiros nove meses de 2008 apontavam uma ligeira alta, já que a melhoria nas operações de cerveja compensou a queda no lucro das participações na Modelo e na Tsingtao. O lucro ajustado para os doze meses correntes até o terceiro trimestre de 2008 foi de US\$2,2 bilhões. O consenso de mercado na época estimava um lucro para a companhia de US\$ 3,11 por ação, ou, aproximadamente, US\$ 2,24 bilhões de lucro total. Podemos concluir que a aquisição implicava um P/L entre 24 e 25x com base no lucro antes da negociação.
4. Valuation implícito de EV/EBITDA: Há alguns ajustes importantes a serem feitos para se chegar ao múltiplo correto de ebitda. Como observado no item 2 acima, o valor da firma pago foi de US\$ 61,2 bilhões. O nível de ebitda ajustado durante os doze meses encerrados em setembro de 2008 foi de US\$ 4,1 bilhões², mas este número não inclui dois investimentos relevantes da Bud: Modelo e Tsingtao.

Para ajustar este número, poderíamos somar o ebitda proporcional de cada companhia ou reduzir o valor da firma efetivamente pago pelo valor de mercado de cada investimento quando o negócio foi anunciado em julho de 2008. Na época, a Modelo era avaliada em US\$10,5 bilhões e a Tsingtao em US\$ 0,8 bilhão.

Preferimos usar o segundo método, mas qualquer um funcionaria da mesma forma. Há duas considerações para se fazer, neste caso. Primeiro, como a Bud é dona de uma parcela relevante da Modelo, é justo assumir que pode haver um prêmio sobre o preço de mercado se ela decidir vender sua participação. Por outro lado, o valor de livro do investimento na Modelo no final de 2007 era de US\$3,6 bilhões, portanto, no caso de uma venda,

o imposto a ser pago seria elevado. Se assumirmos um prêmio de 30% (em linha com o preço da ação hoje) e imposto de 30%, o valor resultante é muito próximo do valor de mercado na época, que é o que vamos usar neste exercício. Nenhuma das duas considerações é relevante para a Tsingtao, portanto, neste caso, o valor de mercado é uma boa estimativa para os nossos cálculos. Sendo assim, o valor da firma pago pela InBev ajustado pelos investimentos relevantes foi de US\$ 49,9 bilhões, um múltiplo de 12,2x ebitda³.

5. O programa Blue Ocean: Quando a InBev anunciou a oferta, a Bud tinha um programa em andamento chamado Blue Ocean que tinha como meta uma redução de custos e despesas de US\$1 bilhão. Assumindo que este objetivo seria atingido (não é uma premissa fácil dado o histórico ruim de eficiência da Bud), devemos adicionar esta quantia ao ebitda e, depois de impostos de 40%, US\$600 milhões ao lucro líquido. Desta forma, os novos múltiplos ajustados seriam 9,8x ebitda e cerca de 19,5x P/L.
6. Capex / Fluxo de Caixa Livre: A Bud tem investido aproximadamente US\$ 100 milhões a menos do que a depreciação, o que, tudo o mais constante, resultaria num fluxo de caixa livre mais alto do que o resultado operacional contábil. Porém, cerca de um quarto do lucro contábil veio das participações minoritárias na Modelo e na Tsingtao. Achamos que faz mais sentido olhar o fluxo de caixa livre efetivo do negócio da Bud, ao qual chegamos depois de deduzir o resultado das participações minoritárias do lucro total no numerador e subtrair o valor de mercado dos dois investimentos do custo de aquisição no denominador.

O lucro líquido da Bud, excluindo participações minoritárias, foi de US\$ 1,6 bilhão. O custo de aquisição ajustado, depois de subtrair o valor de mercado combinado da Modelo e da Tsingtao da ordem de US\$11,3 bilhões, seria de US\$ 42,5 bilhões. Neste primeiro cálculo, o retorno do fluxo de caixa livre seria de 3,8% por ano. Se adicionarmos

1 A InBev estimava que cerca de US\$ 1 bilhão desta dívida seria refinanciado, já que este montante tinha opções de venda (puts) acionadas pela mudança de controle. É por esta razão que algumas apresentações feitas pela companhia mostravam um total de uso de fundos de US\$ 54,8 bilhões. Estas puts acabaram não sendo exercidas.

2 Este número já está ajustado pelo valor de US\$ 166 milhões em despesas extraordinárias, incorridas pela Bud para se defender da oferta hostil inicial.

3 A Bud costumava divulgar um cálculo de ebitda muito incomum. Ao seu ebitda propriamente dito, a companhia adicionava os resultados antes do imposto das participações na Modelo e na Tsingtao, isto é, dividindo-os pelos valores correspondentes das alíquotas efetivas de imposto. Em 2007, este ebitda foi de US\$ 4,99 bilhões. O múltiplo ev/ebitda calculado desta forma seria de 12,3x (61,2/4,99), praticamente o mesmo daquele que chegamos através do nosso método.

os US\$ 100 milhões referidos no parágrafo anterior, o retorno melhora para 4,0% e, finalmente, se adicionarmos os US\$ 600 milhões do programa *Blue Ocean*, chegamos a 5,4% (todos estes retornos implicam a mesma estrutura de capital que a Bud tinha antes do negócio. Teceremos comentários sobre a estrutura de financiamento do negócio mais à frente).

7. Sinergias Adicionais da InBev: Pelo que pudemos observar estes eram os números relevantes na época da aquisição. É razoável supor que a InBev não estava buscando fazer uma aquisição que iria gerar um retorno de 5,4% por ano. No mínimo, a companhia deveria incluir em seus cálculos as sinergias que realmente esperava com a aquisição. Inicialmente, a InBev indicou que poderia elevar a meta de US\$1,0 bilhão do programa *Blue Ocean* em mais US\$500 milhões, mas isto sempre nos pareceu muito baixo. Este conservadorismo é justificável já que a companhia não queria atrair muita atenção para os cortes de custos a serem implementados. Inclusive, o fato de que a Bud já tinha um programa de eficiência em curso foi muito favorável para a InBev.

Em 2009, a companhia atualizou a expectativa de sinergias para US\$ 2,25 bilhões a serem alcançadas em três anos, o que consideramos ser um nível factível. Este número poderia ser adicionado diretamente ao ebitda, e deduzindo a alíquota de imposto de renda de 40%⁴, resultaria em lucro líquido adicional de US\$ 1,35 bilhão. Este exercício melhoraria os múltiplos para 7,9x ebitda, 15,4x P/L e 7,2% de retorno do fluxo de caixa livre⁵. Deste ângulo, a aquisição parece mais razoável do que os múltiplos pareciam à primeira vista.

8. O efeito de alavancagem: A aquisição foi efetivamente financiada com 18% de *equity* e 82% de dívida (US\$ 44 bilhões) que, quando o negócio foi fechado, custava aproximadamente 4% ao ano. Portanto, a despesa com juros era de US\$ 1,76 bilhão antes de impostos.

4 Esta é a alíquota marginal de imposto nos Estados Unidos. Em relação às sinergias adicionais, ignoramos o fato que parte delas viriam de fora dos EUA, particularmente da China, onde o imposto é menor.

5 Valor da firma, líquido da Modelo e da Tsingtao, de US\$ 49,9 bilhões para um ebitda ajustado de US\$ 6,33 bilhões = 7,9x; custo total de aquisição de US\$ 53,8 bilhões dividido pelo lucro total ajustado de US\$ 3,5 bilhões (US\$ 2,15 bi + US\$ 1,35 bi) = 15,4x; e fluxo de caixa livre ajustado de US\$ 3,05 bilhões divididos pelo custo ajustado de aquisição, líquido da Modelo e da Tsingtao, de US\$ 42,5 bilhões = 7,2%.

Sob a ótica da eficiência fiscal, a InBev deveria contabilizar o máximo possível desta dívida na Bud para aproveitar a dedutibilidade da maior alíquota de imposto do grupo, de aproximadamente 40%. Porém, o IRS (receita federal americana) limita a quantidade de dívida que pode ser alocada às subsidiárias de companhias internacionais a um nível que considera prudente, caso a subsidiária americana fosse independente. A InBev deixou de divulgar os dados da Bud depois da aquisição, então não é possível determinar com precisão quanta dívida foi alocada para a Bud. Se assumirmos que um nível de 6x ebitda seria aceitável, então 60% da dívida poderia ser alocada para os EUA. Portanto, a despesa financeira depois de impostos seria 40% menor. Assumimos então que o restante da dívida estaria sujeito à alíquota média de imposto da InBev de 26% e concluímos que a média de recuperação de impostos na despesa financeira foi de 34,4%. Como resultado, a despesa financeira líquida de impostos seria de US\$1,15 bilhão. Se deduzirmos este número do fluxo de caixa livre de US\$ 3,05 bilhões, chegamos a US\$1,90 bilhão. Isto representa o fluxo de caixa livre que acionistas da InBev deveriam esperar da aquisição da Bud. Como eles tiveram que aportar um capital adicional de US\$ 9,8 bilhões para pagar pela aquisição, podemos argumentar que o retorno esperado foi de 19,4%.

9. Conclusões da primeira parte: Por mais que o preço pago pela Bud possa parecer alto à primeira vista, quando consideramos as sinergias esperadas (o programa *Blue Ocean* e os benefícios advindos da integração), o retorno esperado não foi ruim, situando-se um pouco acima dos 7%. É importante observar que o nível de confiança da InBev em extrair as sinergias mencionadas provavelmente era bastante elevado, dado o *track record* da administração.

Se considerarmos o alto nível de alavancagem da aquisição, o retorno sobre o *equity* foi bem atrativo. Olhar para este nível de retorno pode ser enganoso já que ele não considera o grande risco incorrido pelos acionistas da InBev, ao adicionar um volume expressivo de dívida ao seu balanço patrimonial, particularmente em um momento tão conturbado da economia mundial. Para não perdermos vista dos números mencionados, a Tabela I recapitula as etapas mais relevantes até aqui.

Parte II – números de 2009:

10. Números da Bud em 2009: A idéia agora é olhar como a aquisição da Bud muda se considerarmos os resultados atingidos em 2009. Para tanto, tivemos que fazer algumas estimativas já que a InBev parou de divulgar os resultados da Bud separadamente depois que a aquisição foi concluída. Porém, a companhia publica certas informações, um tanto quanto limitadas, sobre as operações na América

do Norte, que inclui EUA, Canadá (Labatt) e uma pequena parcela de Cuba (que ignoramos). Sabemos os números da Labatt porque a AmBev, como empresa listada, publica estes dados no Brasil.

Portanto, se subtrairmos os números da Labatt divulgados pela AmBev das operações na América do Norte divulgados pela InBev, chegamos perto o suficiente dos resultados da Bud. O problema é que este resultado não é diretamente comparável com os números acima, porque não incluem as

TABELA I - Memória de Cálculo - Principais Etapas

a	Custo total da aquisição:	US\$ 53,80 bilhões
b	Dívida líquida existente na Bud:	US\$ 7,40 bilhões
c	Valor total da firma:	US\$ 61,20 bilhões
d	Valor de mercado da Modelo e Tsingtao:	US\$ 11,30 bilhões
e	Custo da aquisição ajustado pela Modelo/Tsingtao:	US\$ 42,50 bilhões
f	Valor da firma ajustado pela Modelo/Tsingtao:	US\$ 49,90 bilhões
g	Lucro da Bud nos últimos doze meses (LTM):	US\$ 2,15 bilhões
h	EBITDA da Bud LTM:	US\$ 4,08 bilhões
i	Fluxo de caixa livre (FCL) excluindo Modelo/Tsingtao:	US\$ 1,70 bilhão
j	Economias do Blue Ocean depois de impostos:	US\$ 0,60 bilhão
k	Sinergias totais depois de impostos:	US\$ 1,35 bilhão
l	FCL incluindo todas as sinergias:	US\$ 3,05 bilhões
m	Capital novo aportado pela InBev:	US\$ 9,80 bilhões
n	Juros em US\$ 44 bilhões de dívida:	US\$ 1,76 bilhão
o	Despesa de juros depois de 34,4% de impostos:	US\$ 1,15 bilhão
p	FCL depois de juros líquidos:	US\$ 1,90 bilhão

Usando os números acima, podemos derivar os seguintes múltiplos:

i	P/L LTM:	24,5x
ii	EV/EBITDA LTM (ajustado para investimentos):	12,2x
iii	P/L incluindo o Blue Ocean:	19,5x
iv	EV/EBITDA incluindo o Blue Ocean:	9,8x
v	Retorno do FCL (ajustado para investimentos):	3,80%
vi	Retorno do FCL com US\$100 mm de ajuste da depreciação:	4,00%
vii	Retorno do FCL incluindo o Blue Ocean:	5,40%
viii	P/L incluindo todas as sinergias:	15,4x
ix	EV/EBITDA incluindo todas as sinergias:	7,9x
x	FCL desalavancado incluindo todas as sinergias:	7,20%
xi	FCL alavancado incluindo todas as sinergias:	19,40%

operações internacionais, os parques de diversão e a divisão de embalagens. Os dois últimos foram vendidos em 2009⁶, então não temos mais que nos preocupar com o seu desempenho. Para os resultados das operações fora dos EUA, que agora são consolidados na InBev, em suas respectivas áreas geográficas, assumimos que eles foram os mesmos de 2008.

Assim, segue na Tabela II, uma demonstração de resultados resumida das operações da Bud US.

11. Operações internacionais: Assumimos que as operações da Bud fora dos EUA geraram outros US\$ 150 milhões de EBIT em 2009, em linha com 2008. Conseqüentemente, o EBIT total em 2009 teria sido US\$ 4,75 bilhões e o EBITDA US\$ 5,5 bilhões.

12. Juros, impostos e lucro líquido: Para calcular os múltiplos atualizados precisamos estimar o lucro líquido da Bud a partir do EBIT, que já temos.

Assumimos os mesmos juros que a Bud tinha um ano antes da aquisição, US\$400 milhões. Não faz sentido incluir o financiamento da aquisição já que este foi incorrido pela InBev. O lucro antes de impostos então seria US\$ 4,35 bilhões. Assumindo os mesmos 40% de alíquota de imposto que usamos anteriormente, o lucro líquido teria sido US\$ 2,61 bilhões. Este resultado inclui somente as operações de cerveja e não inclui a participação no lucro da Modelo.

13. Venda de ativos da Bud em 2009: Como parte do programa de desinvestimento da InBev, a Bud vendeu três ativos que não tinham valor estratégico para a companhia⁷. O programa rendeu um valor bruto total de US\$9,4 bilhões para a InBev, mas inclui outros ativos que já eram de propriedade da InBev.

Primeiramente, a participação na Tsingtao foi vendida por US\$ 900 milhões. Conforme anunciado pela companhia, estamos assumindo que não houve prejuízo fiscal. Busch Gardens foi vendido para um fundo de investimentos por US\$ 2,3 bilhões mais um possível pagamento de US\$ 0,4 bilhão sujeito ao desempenho da companhia. Assumimos que metade deste valor será pago, levando a um total de US\$

2,5 bilhões. A InBev informou que não houve prejuízo fiscal nesta venda. A operação de embalagens foi vendida para a Ball Corporation por US\$ 500 milhões. Neste caso, a companhia não informou se houve despesa fiscal, então para simplificar, assumimos recursos líquidos de US\$ 500 milhões.

14. Atualização do custo de aquisição e do valor da firma: Temos que reduzir ambos pelos valores recebidos oriundos da venda de ativos. Também acreditamos que faz sentido excluir o valor da Modelo (e a participação correspondente no lucro).

Chegamos a um custo de aquisição atualizado deduzindo do valor original, US\$ 53,8 bilhões, a soma dos proventos da venda de ativos, US\$ 3,9 bilhões, e o valor original da Modelo, US\$ 10,5 bilhões. O resultado é US\$ 39,4 bilhões. Para chegar a um valor de firma atualizado, simplesmente somamos o valor original da dívida líquida da Bud, US\$ 7,4 bilhões, e chegamos a US\$ 46,8 bilhões. Preferimos usar a dívida líquida original porque queremos comparar os múltiplos como eles foram calculados anteriormente, mas usando os resultados de 2009.

15. Sinergias e atualização dos múltiplos P/E e EV/EBITDA: Usando as estimativas acima, o múltiplo atualizado de P/E seria de 15,1x (39,4/2,61). O múltiplo de EV/EBITDA seria de 8,5x (46,8/5,5).

No entanto, a InBev informou que somente US\$ 1,35 bilhão do total de US\$ 2,25 bilhões de sinergias esperadas foi atingido em 2009. Então é justo somar o US\$ 0,9 bilhão remanescente aos

TABELA II

Bud US	2008	2009	Var %
Receitas	13,54	13,40	(1,0%)
Lucro Bruto	6,25	6,82	9,1%
Margem Bruta	46,2%	50,9%	-
SG&A	-3,14	-2,47	(21,1%)
EBIT	3,08	4,60	49,5%
Margem EBIT	22,7%	34,3%	-
Depreciação (est.)	0,757	0,75	-
EBITDA (est.)	3,83	5,35	39,6%
Margem EBITDA (est.)	28,3%	39,9%	-

6 A divisão de embalagens não foi vendida inteiramente, mas assumimos que as partes remanescentes não geraram resultado algum.

7 A companhia também vendeu alguns imóveis e a operação da Labatt nos EUA, pelo valor total de US\$ 280 milhões.

resultados de 2009. O novo EBITDA seria de US\$ 6,4 bilhões e o lucro líquido US\$ 3,15 bilhões (sinergias depois de impostos de US\$ 0,54 bilhão).

Os novos múltiplos seriam um P/E de 12,5x e EV/EBITDA de 7,3x.

16. Capex e retorno de FCL: A InBev reduziu o capex significativamente, uma tarefa facilitada pela queda de volume que ocorreu no ano passado⁸. A companhia não divulga este dado, mas estimamos que eles investiram US\$ 450 milhões na Bud em 2009, US\$ 300 milhões a menos que a depreciação. Portanto, temos que adicionar esta quantia ao lucro contábil para chegar ao fluxo de caixa gerado, incluindo as sinergias esperadas para 2010 e 2011. O novo número de fluxo de caixa então seria de US\$ 3,45 bilhões.

Como resultado, o retorno do fluxo de caixa desalavancado seria de 8,8%, US\$ 3,45 bilhões dividido por US\$ 39,4 bilhões. Para chegar ao retorno do fluxo de caixa alavancado, precisamos excluir a despesa de juros do fluxo de caixa livre. Mais uma vez, sem ajustar o nível de endividamento, usamos a mesma despesa de juros da primeira parte do exercício, US\$ 1,15 bilhão líquido de impostos e chegamos ao fluxo de caixa do acionista de US\$ 2,30 bilhões. Nos US\$ 9,8 bilhões de *equity* captados pela InBev, o retorno foi um respeitável 23,5%. Vale notar que o retorno alavancado só não melhorou de maneira mais significativa em comparação ao cálculo de antes da aquisição, porque o endividamento foi reduzido apenas pelos proventos da venda de ativos.

Como os acionistas da Inbev se saíram até o momento?

O *timing* da aquisição da Bud foi péssimo para a ação da InBev. Muitos temiam que a alavancagem excessiva estaria ameaçada, já que dois dos principais bancos líderes da operação eram o RBS e o Fortis. Adicionalmente, a ação também apanhou dada a iminência do aumento de capital, o que provocou um aumento expressivo das posições vendidas. A ação chegou à mínima de €10 depois do aumento de capital (ou €16,5 antes da diluição).

⁸ Segundo a companhia, a menos que os volumes nos EUA comecem a crescer novamente, este patamar atual de capex seria sustentável por um bom período de tempo.

Comparar este preço de €10 com o atual de €45,3 não é uma boa avaliação. Optamos por comprar o preço atual com o máximo que a InBev já atingiu antes da aquisição, €69. Esta comparação não é tão simples quanto parece porque depende do que cada investidor fez no aumento de capital. Eles tinham três escolhas:

- i. Vender seus direitos de subscrição no mercado, efetivamente tirando dinheiro da mesa;
- ii. Exercer direito de subscrição, efetivamente colocando mais dinheiro na mesa; ou
- iii. Vender direitos ou ações para subscrever seus direitos em uma operação de efeito neutro de caixa.

Para os acionistas nesta primeira situação, assumimos que eles venderam seus direitos de subscrição à €13,04, que é o que eles teriam recebido se não tivessem feito nada⁹. Como eles tinham um direito por ação, simplesmente somamos esta quantia (após diluição) ao preço atual e chegamos a €53,4 por ação, ainda 22,5% abaixo do preço máximo que a InBev já foi negociada. Isto não é surpresa dado o forte impacto de diluição ao captar 1,6x o número existente de ações a um preço descontado de €6,45.

Evidentemente, os que optaram por aumentar suas apostas subscrevendo seus direitos *pro-rata* se saíram muito melhor. Um acionista com 1 milhão de ações teria que subscrever 1,6 milhão de ações a um preço de €6,45, aproximadamente €10,3 milhões. Este acionista agora tem 2,6 milhões de ações que, a €45,3, implica €117,8 milhões. Vamos supor que o dinheiro novo foi financiado a um custo de 7,5% e será pago agora, 24 meses depois. O montante ajustado a ser pago é de €11,9 milhões, então o investidor teria que vender 262,700 ações a €45,3 (sem efeitos fiscais) para zerar sua dívida. O saldo de ações seria de 2,333 milhões, que valem €104,1 milhões hoje. O valor máximo que este investidor tinha antes da aquisição foi de €69 milhões e agora ele está em uma posição 50% acima disto, um retorno justo considerando o nível de risco assumido em um período de muitas incertezas.

Foi isto que os controladores brasileiros fizeram. Eles se alavancaram para não serem diluídos. Entendemos que isto também foi feito pela maior parte dos executivos seniores da empresa.

⁹ No último dia de negociação dos direitos de subscrição, os bancos leiloaram todos os direitos não exercidos no mercado e creditaram os recursos para os acionistas que não comparecerem. Neste dia, a ação da Inbev já negociava a €14,7.

Por último, havia também a opção de fazer uma operação de efeito-caixa neutro, em que eles poderiam vender ações ou direitos no mercado suficiente para usar os proventos para participar no aumento de capital, assim reduzindo a diluição. Temos que fazer algumas estimativas para este exercício, mas usando o mesmo exemplo do acionista que detinha 1 milhão de ações antes da aquisição, ele teria 1,7 milhões de ações depois do negócio. Como conseqüência, este acionista agora teria uma participação que vale €77,0 milhões, ainda melhor do que o valor máximo que ele já teve antes da aquisição da Bud. Tendo em vista a escassez de ações negociando perto das máximas históricas, isto é louvável.

Interessantemente, os controladores belgas fizeram uma combinação das opções 2 e 3. Conjuntamente eles detinham perto de 40% da InBev antes da compra da Bud. Para evitar serem diluídos, eles teriam que ter investido €2,5 bilhões no aumento de capital. Eles captaram €1,3 bilhões em financiamento e fizeram uma transação de efeito de caixa neutro para o restante. Mesmo com este nível de alavancagem, eles foram diluídos para 32,8% da nova companhia. E na execução da transação de efeito de caixa neutro, eles venderam ações no menor preço dos últimos dez anos.

Mas o que realmente interessa é o valor da nova participação deles, líquido de dívidas. A €45,3 a participação vale €24,0 bilhões. Assumindo o custo de financiamento de 7,5% por ano (achamos que foi menor), a dívida atualizada seria de €1,5 bilhões, o que implica que o valor líquido da participação na InBev é de €22,5 bilhões.

Quando a ação da antiga InBev chegou a €69, a participação deles valia €16,9 bilhões. Então mesmo com a diluição significativa, a participação deles vale 33% a mais do que a máxima antes da aquisição da Bud¹⁰. Dada a diluição considerável e a execução ruim da transação de efeito de caixa neutro, achamos isto impressionante.

A princípio, a aquisição da Bud pela InBev parecia muito cara. Um prêmio alto foi pago por uma ação que já não parecia barata à primeira vista. Os controladores da InBev não escondiam que comprar a Bud era um sonho de longa data e muitos investidores achavam

que este era um sonho caro. Outros questionavam se esta não seria simplesmente uma decisão tipo *empire building*, ou se eles não estariam de fato atrás de um retorno apenas mediano, mas de baixo risco.

No entanto, quando incluímos as melhorias operacionais nas quais a companhia já estava trabalhando, os múltiplos melhoram ligeiramente. Se em cima disto incluímos as sinergias esperadas pela InBev, os múltiplos parecem bem razoáveis. E se analisarmos da perspectiva de um *leveraged buy-out*, o retorno esperado foi bom.

Passamos então a analisar o desempenho da companhia em 2009. Mesmo em um mercado de volumes fracos, houve uma melhoria significativa nos números, até acima do que a companhia havia identificado como sinergias. Ao final de 2009, a InBev chegou a US\$ 1,35 bilhões da meta original de US\$ 2,25 bilhões em sinergias, mas o EBIT melhorou quase US\$ 1,7 bilhão em comparação com 2008. Quando incluímos os resultados operacionais do ano mais o efeito caixa positivo das rubricas de capex e de capital de giro, o resultado é bem interessante e longe de ser medíocre. Definitivamente não fica a impressão de construção de um império.

Evidentemente esta análise foca no passado. Para investidores, o que interessa é o futuro. Neste caso, as oportunidades são numerosas. Na próxima carta, encerramos a trilogia localizando o mapa de oportunidades que julgamos se apresentar hoje no radar da ABI.

Rio, 21 de outubro de 2010

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até setembro de 2010

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	187,9%	120,1%	121,1%
36 meses	48,0%	9,6%	14,6%
24 meses	76,9%	36,6%	44,6%
12 meses	36,5%	11,5%	12,7%
3 meses	13,7%	12,4%	11,5%

Valor da cota em 30/09/2010 = R\$ 285,157122726

¹⁰ Esta análise se refere ao Grupo Belga como um bloco, já que cada uma das muitas famílias poderia ter feito sua própria escolha. Sendo assim, seus resultados individuais podem variar.

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,8%	38,8%	-	9,1%	9,1%	-	11,1%	11,1%
1994	-	245,6%	379,5%	-	165,3%	189,3%	-	58,6%	76,2%
1995	-	-3,6%	362,2%	-	-35,1%	87,9%	-	-13,5%	52,5%
1996	-	53,6%	609,8%	-	6,6%	100,3%	-	53,2%	133,6%
1997	-	-6,2%	565,5%	-	-4,1%	92,0%	-	34,4%	213,8%
1998	-	-19,1%	438,1%	-	-31,5%	31,5%	-	-38,4%	93,3%
1999	-	104,6%	1.001,2%	-	116,5%	184,7%	-	69,5%	227,6%
2000	-	3,0%	1.034,5%	-	-2,6%	177,2%	-	-18,1%	168,3%
2001	-	-6,4%	962,4%	-	-8,8%	152,7%	-	-24,0%	104,0%
2002	-	-7,9%	878,9%	-	-24,2%	91,7%	-	-46,0%	10,1%
2003	-	93,9%	1.798,5%	-	145,2%	369,9%	-	141,0%	165,4%
2004	-	64,4%	3.020,2%	-	45,0%	581,2%	-	28,2%	240,2%
1ºTrim/05	-1,7%	-1,7%	2.967,4%	-1,7%	-1,7%	569,9%	1,1%	1,1%	243,8%
2ºTrim/05	5,4%	3,6%	3.133,2%	3,0%	1,3%	589,8%	7,5%	8,7%	269,6%
3ºTrim/05	32,3%	37,1%	4.178,3%	25,2%	26,8%	763,7%	31,6%	43,0%	386,5%
4ºTrim/05	3,0%	41,2%	4.305,5%	3,1%	30,8%	790,7%	0,8%	44,1%	390,2%
1ºTrim/06	23,3%	23,3%	5.332,9%	18,9%	18,9%	959,0%	22,5%	22,5%	500,5%
2ºTrim/06	-3,9%	18,5%	5.122,2%	-4,6%	13,4%	910,5%	-2,7%	19,2%	484,4%
3ºTrim/06	5,7%	25,3%	5.418,6%	2,6%	16,4%	937,2%	-1,0%	18,0%	478,4%
4ºTrim/06	19,6%	49,8%	6.498,3%	23,0%	43,2%	1.175,8%	24,1%	46,4%	617,7%
1ºTrim/07	9,7%	9,7%	7.136,3%	10,1%	10,1%	1.304,3%	6,7%	6,7%	665,8%
2ºTrim/07	29,3%	41,9%	9.259,4%	28,8%	41,8%	1.709,3%	27,2%	35,7%	874,1%
3ºTrim/07	7,5%	52,4%	9.957,6%	15,7%	64,1%	1.993,7%	16,4%	58,0%	1.033,7%
4ºTrim/07	4,8%	59,7%	10.436,6%	2,6%	68,4%	2.048,7%	9,8%	73,4%	1.144,6%
1ºTrim/08	-1,7%	-1,7%	10.253,1%	4,1%	4,1%	2.136,6%	-4,1%	-4,1%	1.094,1%
2ºTrim/08	16,4%	14,4%	11.950,7%	11,6%	16,1%	2.395,0%	17,9%	13,2%	1.308,3%
3ºTrim/08	-32,9%	-23,3%	7.983,4%	-23,4%	-26,0%	1.480,9%	-38,7%	-30,7%	763,2%
4ºTrim/08	-31,1%	-47,1%	5.470,1%	-17,6%	-50,1%	973,3%	-35,9%	-55,5%	453,7%
1ºTrim/09	8,1%	8,1%	5.919,9%	5,1%	5,1%	1.027,5%	10,6%	10,6%	512,5%
2ºTrim/09	44,7%	56,4%	8.612,4%	52,0%	59,6%	1.613,5%	48,8%	64,6%	811,6%
3ºTrim/09	29,4%	102,4%	11.175,9%	34,8%	115,2%	2.210,2%	30,9%	115,5%	1.093,2%
4ºTrim/09	20,4%	143,7%	13.472,6%	17,0%	151,9%	2.603,3%	13,2%	144,0%	1.250,7%
1ºTrim/10	-1,1%	-1,1%	13.318,6%	0,8%	0,8%	2.625,8%	-0,3%	-0,3%	1.255,7%
2ºTrim/10	-0,4%	-1,5%	13.263,4%	-10,7%	-9,9%	2.355,3%	-12,3%	-11,9%	1.089,6%
3ºTrim/10	20,9%	19,0%	16.054,8%	20,2%	8,3%	2.828,3%	18,6%	4,4%	1.310,7%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 988.521.534,00

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720