

## ‘Own Way’ of Be(er)ing

A Ambev é uma posição histórica do Dynamo Cougar, presente na carteira do Fundo praticamente desde o início, ainda nos tempos da Brahma. As razões são simples e bem conhecidas: um excelente negócio tocado por um dos melhores times de executivos que já vimos atuar. Tal combinação infreqüente de qualidades explica o esforço que dedicamos em acompanhar de perto a evolução dos acontecimentos em torno da companhia. E esta narrativa tem sido pródiga em eventos societários importantes e movimentos estratégicos audaciosos, reflexo da competência empresarial dos acionistas controladores.

Destacam-se: a união com a Antartica em 1999, a aquisição de empresas em diversos países da América Central e do Sul, com destaque para a Quinsa na Argentina em 2002, além da compra da canadense Labatt em 2004, no âmbito de uma transação onde os controladores da Ambev se juntaram às famílias donas da Interbrew, transformando a companhia brasileira em subsidiária do grupo belga. Quatro anos depois, em 2008, a Interbrew, já definitivamente sob comando e controle dos brasileiros, adquire a Anheuser-Busch (Bud), ícone do mercado americano, formando a Anheuser-Busch Inbev (ABI), maior cervejaria do mundo.

Tivemos oportunidade de comentar os fundamentos do negócio da Ambev na Carta Dynamo nº 40 e de descrever a transação com a Interbrew na Carta nº 43. A idéia agora é retomar a cronologia da análise, a fim de atualizar nosso investimento tanto na Ambev quanto na Inbev. Para tanto, dividimos a tarefa em duas cartas. Nesta, analisamos em perspectiva o desempenho operacional da Ambev ao longo da década a fim de situar a natureza dos novos desafios que se apresentam à companhia. Evitamos repetir os comentários sobre as virtudes já conhecidas do negócio e da empresa, preferindo focar o argumento em alguns elementos que resumem e ilustram este tempo de transformação. Terminamos a carta explicando as razões pelas quais,

no momento da aquisição da Bud, aumentamos nossa exposição em Inbev. Na próxima, focaremos a análise no *economics* da transação Inbev/Bud, nos resultados parciais apresentados desde então e nas perspectivas que enxergamos para este investimento.

### Cerveja

---

A Ambev é a quinta maior cervejaria do mundo, líder na América Latina e presente em quatorze países nas três Américas. O segmento de cerveja no Brasil, onde a companhia tem uma participação de mercado de 70%, foi responsável por mais de 50% da receita líquida da empresa em 2009, com margem Ebitda próxima a 50%.

Cerveja é um produto de consumo com características interessantes. Preço unitário baixo com valor-‘utilidade’ percebido alto. Sendo assim, mostra-se resiliente nos momentos de crise financeira e contração econômica, ao mesmo tempo em que responde bem ao aumento da renda disponível e à afluência social.

O mercado de cerveja no Brasil apresenta peculiaridades que o difere dos demais. Por razões de natureza histórica, cultural e mercadológica, em todas as regiões do país, é hábito consumir cerveja no ponto de venda através de garrafas de vidro. São cerca de um milhão de estabelecimentos espalhados pelo país que respondem por cerca de 65% do volume total consumido, uma expressiva concentração de vendas em um número tão grande de clientes que compram pequenos volumes para consumo *in loco*. Esta combinação de características incomuns ajuda a explicar duas das principais barreiras à entrada neste mercado: distribuição e escala no ponto de venda. Vender e entregar de forma eficiente um *portfolio* cada vez maior de produtos para um milhão de clientes que são visitados, em muitos casos, duas vezes por semana, exige uma gestão cuidadosa da cadeia de distribuição. A “execução no ponto de venda” torna-se um diferencial importante do negócio. O consumo de cerveja em bar e restaurante

permite a manutenção das embalagens retornáveis de vidro que são mais econômicas para o consumidor e mais rentáveis para a companhia, pois são aproveitadas diversas vezes, o que não ocorre com as “one way” ou com as latas, preferidas pelos supermercadistas por facilitar a administração do estoque. Por outro lado, as embalagens retornáveis demandam investimento nas próprias garrafas e nos engradados. Assim, começar do zero uma cervejaria no Brasil requer não apenas investimentos mais óbvios em equipamentos, desenvolvimento de produtos e construção de marcas, mas também algum orçamento e não pouca inteligência para desenvolver o canal de distribuição e lidar com a equação logística das embalagens retornáveis.

Ao longo do tempo, a Ambev logrou aumentar seu percentual de vendas diretas em detrimento dos distribuidores terceirizados. Em 2000, a distribuição própria representava apenas 23,4% do volume vendido, sendo a maior fatia do canal comercial dividido entre 700 distribuidores independentes. Já em 2009, estimamos que a parcela do canal próprio alcançou cerca de 60% do volume vendido, sendo o restante do mercado atendido por 175 *dealers* independentes. Este movimento de transformar ativamente o perfil da base de distribuição – aumento da distribuição própria e consolidação dos independentes – trouxe importantes benefícios para a companhia. A Ambev se aproximou do ponto de venda, passando a conhecer melhor a dinâmica do consumo na ponta do varejo. Com o aumento gradual da distribuição própria, a companhia ganhou escala, o que viabilizou em parte a implementação de uma série de medidas junto aos estabelecimentos – colocação de coolers, reformas nos bares, entre outras – que resultaram numa presença dominante no ponto de venda e num conhecimento mais estratificado das escolhas do cliente final. A Ambev cresceu na preferência do consumidor, aumentou o giro das suas mercadorias (“cerveja gelada é cerveja

vendida”), elevou a produtividade da força de vendas, melhorou a qualidade da precificação final (*sell out*), além de conseguir calibrar o mix de produtos conforme as especificidades de cada mercado. Com isso, a companhia não apenas se apropriou de uma parcela ainda maior do valor dos seus produtos percebido pelo consumidor final, como também passou a exercer influência crescente sobre as margens do varejista.

O curioso é que a origem deste movimento bem sucedido em direção ao aumento de participação da distribuição própria surgiu de forma quase acidental. Em meados da década de 90, três distribuidores importantes da região nordeste se viram em dificuldades financeiras e tiveram que interromper suas operações. A fim de não deixar as áreas desatendidas, a companhia se viu obrigada a assumir por conta própria a distribuição temporariamente. Logo, percebeu-se o benefício da medida e buscou-se replicar a experiência em outras regiões do país. A disseminação acelerada de um conhecimento gerado na extremidade da rede ilustra a vitalidade do modelo de incentivos da Ambev. Quando os interesses individuais estão despertados e alinhados aos corporativos, as informações importantes, ainda que espontâneas, fluem com rapidez pelo sistema. Não se permite perdê-las nos labirintos da burocracia interna nem nos guetos das agendas pessoais. A empresa assim orientada funciona propriamente como um organismo vivo, adaptativo e evolutivo, disposto a selecionar e reproduzir conceitos e práticas vencedoras (*best practices*).

A estratégia de consolidação do canal próprio de distribuição e de apropriação gradual de valor ao longo da cadeia explica boa parte da expansão das margens operacionais da Ambev num período de crescimento de volumes medíocre. Entre 1999 e 2004, quando os volumes ficaram constantes, a companhia conseguiu acrescentar 16 pontos percentuais de margem ebitda (Tabela I). Se a conjuntura externa do mercado de cer-

*TABELA I – Ambev Brasil - Cerveja - R\$ milhões*

	1999	2004	2009	Cagr 99-04	Cagr 04-09	Cagr 99-09
<b>Receita Líquida</b>	3.492	6.907	12.065	14,6%	11,8%	13,2%
<b>Ebitda</b>	918	2.900	5.884	25,9%	15,2%	20,4%
<b>Margem Ebitda</b>	26%	42%	49%			
<b>Volume (hl)</b>	58	58	76	-0,1%	5,7%	2,8%
<b>Ebitda/Hectolitro</b>	16	50	77	26,0%	8,9%	17,2%

veja era tal que não oferecia oportunidades óbvias de aumento no volume de vendas, a pressão interna gerada por uma cultura empresarial ativa tratou de encontrar seu próprio caminho para acomodar as aspirações de um grupo de executivos focados em resultados.

A fim de ilustrar o argumento, recorreremos à forma gráfica. Para tanto, procuramos explicar o comportamento da margem bruta do negócio de cerveja no Brasil (55% da margem bruta total da companhia) ao longo da última década em função de duas variáveis que julgamos chave: i) a apropriação de valor ao longo da cadeia; ii) a alavancagem operacional decorrente do crescimento de volume. Se a Ambev foi de fato bem sucedida neste movimento de captura de valor do canal de distribuição, sua receita líquida ajustada pelo volume vendido deveria crescer mais do que o preço médio da cerveja para o consumidor final. Utilizamos então, como *proxy* para esta variável, o diferencial da receita por hectolitro da Ambev versus a inflação da cerveja no varejo para o consumo fora de casa, série capturada pelo IPCA do IBGE. Para a outra variável, a alavancagem operacional advinda do *quantum* de aumento do consumo, utilizamos simplesmente a variação nos volumes vendidos ano contra ano.

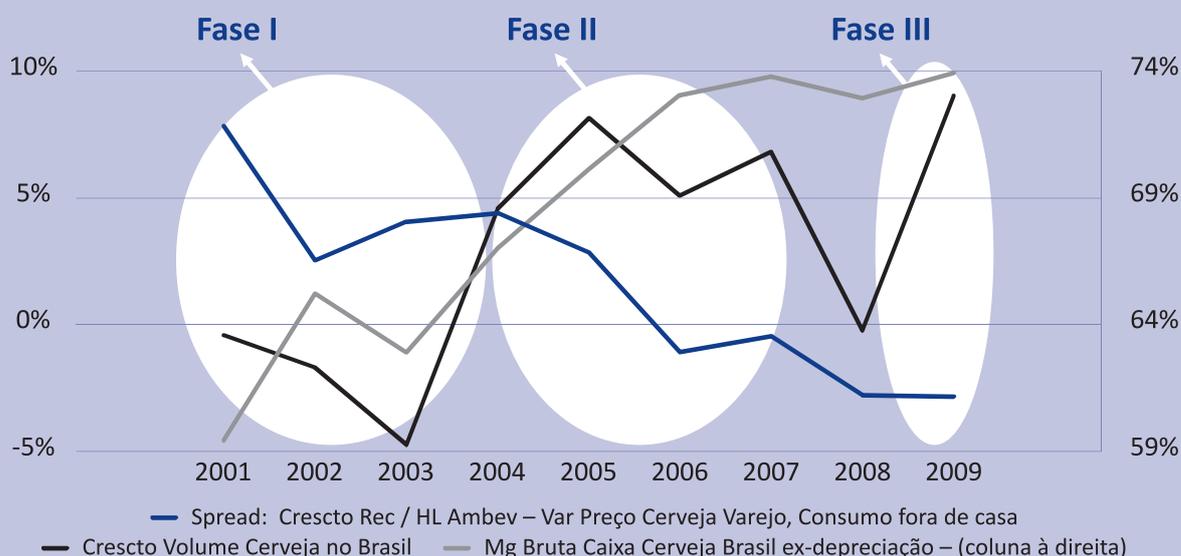
Os resultados estão plotados no gráfico abaixo, onde identificamos três fases bem distintas. A primeira, do início da década até 2004, os ganhos com o aumento da eficiência na distribuição foram muito expressivos. O *spread* de receita por hectolitro da Ambev manteve-se num patamar de quase cinco pontos percentuais em média acima do preço da cerveja praticado pelo varejo. Neste período, a companhia conseguiu entregar uma forte expansão de margem bruta (de 59% a 67%), a despeito do desempenho de volume muito fraco. Na

segunda fase, que compreende o período de 2004 a 2007, o *spread* de preço Ambev x varejo começa a cair. Mas ainda é predominantemente positivo. Ao mesmo tempo, os volumes voltam a crescer. A resultante destas duas forças é uma continuidade na expansão da margem bruta do negócio de cerveja. Ou seja, quando o consumo de cerveja recobrou vigor a partir de meados da década, a Ambev já havia consolidado uma posição dominante no ponto de venda, que a permitiu capturar os ganhos de alavancagem operacional decorrentes deste aumento do volume. O ano de 2007 marcaria o aparente esgotamento da captura de valor pela companhia exclusivamente dentro do *'profit pool'*, refletido num *spread* de preços próximo de zero<sup>1</sup>.

O ano de 2008 foi atípico em função de uma combinação de fatores – inflação de alimentos, meteorologia adversa, crise financeira – que explicam volume e margens *flat*. A terceira fase inicia-se em 2009 e sugere uma nova tendência para a empresa: o *drive* de expansão de resultados a reboque exclusivo do crescimento de volume. Ao longo do ano, a companhia lançou com sucesso o *'litrão'*, ganhando participação sobre os concorrentes nos mercados alvo. Com isso, a Ambev *'sacrificou'* receita por hectolitro, em prol de um resultado econômico absoluto maior. De fato, como efeito deste movimento adequado de posicionamento de produtos e de mudança de mix, a companhia ganhou três pontos percentuais de participação de mercado (volume físico) neste último ano e meio. A Ambev vive então uma nova etapa, onde a estratégia extremamente bem sucedida ao

<sup>1</sup> A fim de simplificar o argumento, propositadamente não fizemos menção aos aumentos de impostos, pontuais e imprevisíveis, que impactam a receita por hectolitro provocando variações episódicas na alavancagem operacional da companhia.

GRÁFICO I - Ambev - Margem Bruta de Cerveja (%) – Determinantes (em p.p.)



longo de toda a década de captura de valor ao longo da cadeia mostra sinais de esgotamento. A partir de agora, as atenções se voltam para o crescimento de volume e para a melhoria contínua do mix de produtos. Se a senha para a rentabilidade no passado recente, foi, em grande parte, 'distribuição', o segredo para o resultado daqui em diante, provavelmente, chama-se 'inovação'.

De fato, é nítido o esforço de adaptação da companhia à nova realidade dos desafios. O Brasil vive um momento virtuoso de ascensão social e de mudanças nos padrões de renda e consumo. Em apenas cinco anos (2003 a 2008), a classe média cresceu de 66 milhões para 92 milhões de pessoas. São famílias com renda média de mil a quatro mil reais mensais recém-ingressas no mercado de consumo. Interpretar esta dinâmica conferirá às empresas de consumo uma vantagem importante. A Ambev debruça-se então sobre o consumidor final, buscando compreender seu perfil e comportamento, desejos e preferências, padrões e tendências. Investe em pesquisa, estica o orçamento de marketing, refina a comunicação. Assuntos como segmentação e reposicionamento de marcas, lançamento de produtos e embalagens, campanhas diferenciadas e novas mídias, relevância e diferenciação na inovação passaram à ordem do dia.

No período de mercado difícil, sem praticamente qualquer crescimento de volume, a qualidade do time de gestão da Ambev, construindo uma cultura da meritocracia, da atitude de "donos", do foco em resultados, da contínua busca pela excelência, da obsessão pelas pessoas ("gente"), conseguiu transformar um bom negócio em excelente. Agora, os volumes prometem recobrar forças reprimidas. Neste momento, vislumbra-se uma nova fase para a companhia, que exige habilidades diferenciadas e talentos específicos.

Neste primeiro semestre de 2010, uma combinação de elementos adversos (aumento de custos de embalagem e de logística, gastos com *hedge* de moedas e de açúcar, despesa de *marketing* com a copa do mundo) não permitiu que a Ambev traduzisse o crescimento de volume em ganho de margem. A captura de alavancagem operacional ( $\Delta$  editda por hl) proveniente do aumento das vendas físicas ficou assim adiada. Mais um desafio na agenda dos executivos da companhia que pretendemos monitorar de perto.

Além do Brasil, dois outros mercados destacam-se em relevância na operação de cerveja da Ambev: o argentino, através da Quinsa, e o canadense, por meio da Labatt. A Quinsa mostrou-se um excelente negócio, a despeito do reflexo negativo do mercado no momento da aquisição em 2002. A Ambev obteve sucesso em implementar sua cultura de eficiência operacional e os resultados logo apareceram. Desde 2002, o editda da Quinsa cresce de forma orgânica à taxa composta de 31%<sup>aa</sup> em reais nominais. Já a Labatt, viveu dois momentos distintos. Nos dois primeiros anos após a aquisição, os resultados cresceram de forma expressiva, empurrados mais uma vez pelo efeito 'cultura Ambev'. Capturadas as oportunidades mais evidentes, a partir de 2005, a Labatt não mais conseguiu entregar crescimento. Um padrão de consumo maduro associado a peculiaridades do ambiente regulatório canadense impuseram limites naturais à alavancagem operacional e à rentabilidade na distribuição/comercialização da cerveja naquele país. Na conversão dos demonstrativos para o Real, o câmbio também teve sua contribuição nos resultados, ajudando no caso da Quinsa e atrapalhando no caso da Labatt. De qualquer forma, as dificuldades da operação da Labatt ressaltam a importância da escala da logística proprietária, o que só reforça as virtudes do modelo de negócios no Brasil.

TABELA II – Ambev Brasil - Refrigerante - R\$ milhões

	1999	2004	2009	Cagr 99-04	Cagr 04-09	Cagr 99-09
<b>Receita Líquida</b>	742	1.463	2.568	14,5%	11,9%	13,2%
<b>Ebitda</b>	22	429	1.255	81,1%	23,9%	49,8%
<b>Margem Ebitda</b>	3%	29%	49%			
<b>Volume (hl)</b>	16	19	27	3,5%	7,4%	5,4%
<b>Ebitda/Hectolitro</b>	1	23	46	75,0%	15,4%	42,1%

A exemplo da cerveja, o negócio de refrigerante na Ambev foi se consolidando ao longo do tempo. Em 1999, quando a cerveja já apresentava um ebitda próximo a R\$ 1,0 bilhão e margem ebitda de 26%, o negócio de refrigerantes no Brasil gerou apenas R\$ 22 milhões e margem de 3%. Uma década depois, em 2009, o segmento de refrigerantes reportou ebitda de R\$ 1,25 bilhão e margem de 49%. Uma trajetória de sucesso, construída em cima de não poucos obstáculos pelo trajeto.

Nos anos 90, as chamadas tubaínas invadiram o mercado de refrigerantes com as garrafas PET não retornáveis. Empresas informais, fabricando produtos sem marca, saltaram a barreira à entrada imposta pelos custos de distribuição e investimentos nas embalagens retornáveis, competindo exclusivamente via preços baixos. As embalagens de vidro que em 1993 representavam 88% do mercado caíram para apenas 13% em 2001. As tubaínas saíram de uma participação de mercado de 13% em 1993 para 33% em 2000. As marcas que hoje compõem a Ambev foram as que mais perderam espaço, já que a Coca-Cola preferiu defender *share*, acompanhando o jogo dos preços aviltados. O golpe na rentabilidade dos líderes (Coca-Cola, Brahma e Antarctica) foi duro.

A partir de 2003, o sistema Coca-Cola, líder absoluto de mercado, decidiu alterar radicalmente a estratégia competitiva. A companhia começou a oferecer seus produtos através de diversos tamanhos e embalagens diferentes. Como ilustração, hoje pode-se encontrar o refrigerante em oito embalagens retornáveis diferentes e dezesseis não retornáveis, fora as versões *light* e zero. A ação, conjugada a um esforço adicional de marketing, exigiu dos concorrentes maiores investimentos para quem quisesse acompanhar o movimento. Adicionalmente, o cerco à sonogação apertou, reduzindo a vantagem dos informais. Com isso, a participação de mercado das tubaínas em 2009 tinha cedido para 25%, as embalagens PET de dois litros também perderam *share* nas vendas totais e, mais importante, o mercado recuperou capacidade de precificação, melhorando substancialmente as margens do negócio de refrigerantes.

O desafio no refrigerante é o de continuar perseguindo este ganho de participação de mercado em detrimento das tubaínas. Aqui, os ventos do aumento de renda também são favoráveis já que é conhecida a preferência do consumidor pelas marcas tradicionais (*brand equity*). O crescimento esperado da renda disponível pode então acelerar este movimento de *trade*

up do consumo de refrigerante beneficiando tanto a Coca-Cola quanto a Ambev.

O movimento da Coca-Cola no mercado de refrigerante foi bastante bem sucedido. A Ambev não esconde sua intenção de trazer esta experiência para o mercado de cerveja - novamente o conceito de *best practices*, agora numa versão 'importada'. A idéia então é consolidar um *portfolio* abrangente de produtos, bem segmentado e direcionado para o público-alvo, mesmo que isto crie complexidade na gestão comercial e dificuldade adicional na cadeia de distribuição. Para o líder absoluto de mercado com uma gestão operacional superior à da concorrência, a resultante final pode ser um aumento ainda maior do diferencial competitivo.

### Anheuser-Busch InBev (ABI)

---

Em 20 de fevereiro de 2008, a CVM baixou a instrução n. 465 que permite aos fundos mútuos de ações manter em carteira ativos financeiros negociados no exterior, até o limite de 10% de seu patrimônio líquido. Ato regulatório que não apenas amplia o escopo de possibilidades das carteiras dos fundos, mas também enseja uma melhor gestão de risco geográfico dentro da mesma classe de ativos. Neste caso da Ambev, a oportunidade foi ainda maior, pois permitiu-nos uma melhor gestão de risco específico do próprio investimento, já que o Dynamo Cougar, a partir deste momento, poderia investir também na Inbev.

Na verdade, já vínhamos seguindo de perto a história da Inbev na condição de acionistas da companhia através do fundo de ações que gerimos a partir do nosso escritório de Londres. Este fato merece comentários antes de seguirmos adiante. Há tempos convivemos com uma certeza e uma dúvida aqui na Dynamo. A certeza é uma vivência prática daquele princípio *mungeriano* do respeito ao círculo de competência. Lição não apenas para o nosso trabalho de análise ao investir nas companhias, mas principalmente incorporada ao nosso jeito de ser como empresa. Mantivemos desde o início a mesma e única filosofia de investimento. A dúvida era se não poderíamos replicar a receita em outros mercados, ampliando a geografia de possibilidades para esta que julgamos ser uma boa e muito experimentada tecnologia fundamentalista de investimentos. E assim, em 2006, alguns sócios da Dynamo iniciaram as atividades de uma gestora de recursos em Londres para investir basicamente em ações de companhias européias e americanas. A equipe cresceu e em setembro daquele mesmo ano o Dynamo Fund iniciou suas operações.

O desafio não tem sido pequeno. A experiência, bastante auspiciosa. Não apenas o Dynamo Fund já acumula um *track record* de resultados interessante, mas principalmente pelo aprendizado que só a prática do dia a dia do investimento permite oferecer. O espectro de companhias e setores é bem mais amplo, a dinâmica dos mercados é diferente, assim como as condições de contorno (aspectos societários, regulatórios, contábeis, fiscais, etc.). Ainda assim, temos buscado a resposta caseira: o olhar local, o foco no detalhe, o ângulo distinto, o contato com o *management*, o monitoramento de perto, o rigor da análise. A troca de vivências com a equipe do Brasil tem sido mútua, rica e intensa. Num mundo de livre trânsito de capital, gente, tecnologia e processos, onde o investimento não respeita fronteiras nacionais, onde as companhias brasileiras cada vez mais adquirem ativos no exterior e diversas empresas listadas na Bovespa são controladas por grupos estrangeiros, contar com esta 'base avançada' em Londres tem sido, para nós aqui no Brasil, um privilégio e um diferencial. Inúmeros têm sido os exemplos desta sinergia interna de geografias em nossa análise<sup>2</sup>. Seguimos então no caso da Ambev/ABI, com o benefício dos *insights* da equipe de Londres.

Desde a operação com a Interbrew em 2004 e conhecendo as aspirações dos ex-controladores brasileiros da Ambev, ficávamos imaginando qual seria o próximo movimento estratégico relevante. De fato, pela complementariedade dos mercados e pelas características das marcas, víamos a Anheuser-Busch (Bud) como um alvo quase óbvio. Achávamos que um bom termômetro para nossas expectativas na época seria a movimentação de ações dos *insiders* das duas companhias. Períodos mais prolongados sem qualquer transação insinuariam que algo poderia estar a caminho. Em 14 de maio de 2008, o diretor financeiro da Bud anunciou que havia exercido opções e vendido ações no mercado. Com isso, nosso 'espectrômetro' naturalmente esfriou. Acontece que pouco depois, a edição do *Financial Times* de 23 de maio de 2008, pela primeira vez, trazia a público a notícia de que a Inbev estaria trabalhando junto a um grupo de bancos para estruturar uma oferta de compra pela Bud. Estávamos certos sobre a intuição do negócio, mas fomos surpreendidos por escolher um 'termômetro' que não capturava a possibilidade (remota, diga-se de passagem) de uma oferta não solicitada.

A oferta final foi confirmada oficialmente no dia 14 de julho: U\$ 70 por ação, pagamento em dinhei-

ro, basicamente financiado com dívida. Os meses seguintes foram extremamente conturbados para os acionistas da Inbev. Os analistas logo decretaram que a companhia estaria pagando caro pela Bud. Dúvidas sobre as reais motivações para o negócio voltaram a recair sobre o grupo de controladores brasileiros: *empire builders*, confiança em excesso, *hubris* ou visão empresarial propriamente dita? Com a crise financeira se aprofundando, a capacidade do *pool* de bancos de honrar o compromisso de levantar cerca de U\$ 45 bilhões para viabilizar a transação foi seriamente posta à prova. A combinação disso tudo resultou numa queda de até 66% das ações na Inbev desde a primeira notícia divulgada na imprensa.

Amparados pela instrução CVM mencionada acima, ao longo de 2008 e 2009, fomos montando no Dynamo Cougar uma posição em Inbev que, após a concretização da transação em novembro de 2008, transformou-se em Anheuser-Busch Inbev (ABI). Basicamente, nossa tese baseou-se nos seguintes argumentos:

- i) Debruçamo-nos sobre os números da nova companhia *post deal* e encontramos um *valuation* bem mais razoável do que o consenso do mercado estimava<sup>3</sup>. Acreditávamos também, dada a resiliência do negócio, que a alavancagem financeira da ABI, ainda que elevada, era gerenciável. Além disso, a equação financeira foi bem desenhada, permitindo uma certa 'blindagem' à operação, mesmo nos momentos de maior *stress* bancário. Na medida em que o ano de 2009 avançava, fomos ganhando segurança com o investimento, motivados por uma combinação de evidências: a realidade do mercado não era tão ruim como indicavam as projeções iniciais, a ABI foi conseguindo refinar suas dívidas em prazos mais longos, além de obter sucesso na campanha de venda de ativos.
- ii) Enxergávamos que a maior parte das oportunidades decorrentes de melhoria de gestão e captura de sinergias estariam na ABI, já que grande parte deste trabalho já havia sido realizado na Ambev. O envolvimento crescente de executivos da Ambev assumindo cargos importantes na ABI confirmava a gênese e o teor da fermentação cultural da nova companhia.
- iii) Confiávamos na capacidade deste time de gestão reforçado da ABI, francamente testado em outras aquisições no passado. O *track record* destes executivos era favorável, entregando resultados que desmentiam no retrovisor a idéia de que as aquisições anteriores teriam sido muito 'caras'.

2 Alguns casos específicos recentes: Pão de Açúcar/Casino, Gerdau/Ameristeel, Tractebel/Suez, Aliansce/GGP, sem falar na análise comparativa cotidiana entre a dinâmica dos setores lá e cá, e entre as companhias daqui e seus *peers* externos.

3 Na próxima Carta, descreveremos o passo a passo deste cálculo.

iv) Investindo na ABI, seguíamos mantendo uma exposição desejada ao crescimento de mercado do Brasil e à capacidade, descrita anteriormente, do *management* local de transformar desafios em resultados para os acionistas. Uma exposição menor, é bem verdade, mas ainda sim importante, já que a ABI detém 62% do interesse econômico da Ambev. Por outro lado, através da ABI, participaríamos do crescimento de outros mercados emergentes, notadamente a China, onde os *drivers* sócio-econômicos são favoráveis, a consolidação dos *players* já vem ocorrendo, as marcas da Bud e da Inbev são particularmente complementares e as duas empresas já alocaram bastante capital em suas operações locais, sem terem obtido retorno condizente.

v) Investindo na ABI, estaríamos contornando um possível risco percebido pelo mercado de a Ambev ser usada de maneira injusta ou negativa como veículo para compra do Grupo Modelo. Explicamos. A ABI possui 50,2% desta importante operação no México. A leitura do mercado é que a Ambev desalavancada oferece uma insinuante oportunidade de consolidação deste rentável negócio, numa transação com conflito de interesses entre os acionistas minoritários da Ambev e seus controladores, acionistas da ABI. Lembremos que por ocasião da transação com a Interbrew, as ações preferenciais da Ambev chegaram a cair 35%, com a interpretação do mercado de que a Ambev teria ficado com a conta do pedágio (aquisição cara da Labatt) que teria permitido aos seus controladores migrarem para o controle da Interbrew. Na ocasião, a Ambev adquiriu a Labatt da própria Interbrew<sup>4</sup>.

Neste caso, conseguimos até enxergar alguns atenuantes que poderiam diminuir as chances de um *deal* ruim para a Ambev. Há muita gente na Ambev com remuneração atrelada ao preço da ação e, principalmente, uma transação que viesse ferir a reputação da companhia junto ao mercado de capitais, poderia comprometer futuras pretensões expansionistas do grupo, fato que os controladores da ABI certamente gostariam de evitar. Mas não são argumentos definitivos. De qualquer forma, se a compra da Modelo ocorresse via Ambev, é lógico que os acionistas minoritários da Ambev iriam preferir um bom negócio ao invés de um negócio 'justo'.

O fato é que o episódio da Labatt ainda sobrevive na memória dos investidores. Prova disso ocorreu recentemente. No dia 2 de agosto último, circulou no mercado a notícia de que a Ambev teria protocolado junto à CVM uma oferta pública de emissão de ações. Os investidores logo concluíram que seria uma

operação de captação de recursos primários para adquirir a Modelo. Como um *dejà vu* da Labatt, as ações preferenciais da Ambev sofreram uma queda de 7,5% em menos de uma hora de pregão. Desfeito o mal entendido<sup>5</sup>, as ações logo se recuperaram. Mas o episódio deixou registro e recado.

A possibilidade de participarmos desta história empresarial através de dois veículos distintos permitiu-nos uma melhor calibragem na gestão de risco/retorno do investimento. A Ambev oferecia maior crescimento, com a expectativa de captura de alavancagem operacional daí decorrente. Já na Inbev, a exposição ao crescimento era menor, mas os potenciais ganhos de eficiência eram mais flagrantes. Além disso, após a aquisição da Bud, a Inbev oferecia uma proteção (*hedge*) natural contra os riscos de concentração geográfica e de um evento societário adverso na Ambev, seja através de uma exposição diversificada a outros mercados, seja como contraparte de uma eventual transação na Modelo.

Atualizados os fundamentos do investimento na Ambev e as razões pelas quais optamos por aumentar a exposição do Fundo ao Grupo, na próxima Carta, passamos a investigar o *economics* da aquisição da Bud e suas perspectivas.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2010.

5 Na verdade, tratava-se de um leilão recorrente de sobras de subscrição. Todo ano a Ambev faz um aumento de capital em favor da Inbev referente ao benefício fiscal auferido com a incorporação da Inbev Holding Brasil. 70% do benefício vai para os controladores via aumento de capital e 30% é oferecido aos minoritários. O leilão em questão seria referente às sobras dos minoritários.

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

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	216,8%	148,3%	146,7%
36 meses	33,5%	11,0%	14,2%
24 meses	25,5%	-10,5%	-4,4%
12 meses	41,6%	16,3%	20,5%
3 meses	0,7%	-11,8%	-11,2%

Valor da cota em 30/06/2010 = R\$ 250,825352591

4 Descrevemos com detalhes esta complexa transação na Carta Dynamo n. 43.

# 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%

**Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 959.770.660,72**

(\*) 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](http://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