

garImPO

Nas últimas Cartas, comentamos alguns elementos característicos deste ciclo de IPOs: o otimismo dos investidores, o oportunismo saudável ou não de alguns empresários, a liquidez abundante, o ensaio de dispersão acionária, a celeridade dos processos, a inserção de investidores *value* como a Dynamo e, finalmente, a presença dos mecanismos de proteção à base acionária, ou seja, os dispositivos contra a troca de controle, as nossas *poison pills*. Faltou falar justamente dos atores principais: as companhias e seus negócios.

O momento é oportuno, pois neste mês de maio chegamos ao terceiro aniversário deste ciclo de IPOs. Desde o *début* da Natura em 2004, já temos 92 novas empresas listadas na Bovespa¹. Ao longo deste período, nossa visão sobre o assunto foi naturalmente evoluindo. No início, vimos com dúvida e cautela a proposição embutida nos *valuations* de pagar na frente pelo sucesso incerto de negócios pouco conhecidos. Mesmo o experimento de adesão às regras do Novo Mercado ainda era muito recente. Com o tempo, começamos a compreender melhor alguns modelos de negócios e perceber o diferencial de qualidade de determinados executivos e culturas empresariais. Não restam dúvidas de que boas surpresas surgiram. E assim, com critério e seletividade, chegamos a investir em alguns IPOs.

O objetivo aqui não é fazer uma descrição exaustiva das companhias, nem uma análise detalhada das nossas expectativas nestes investimentos. O espaço é curto e preferencialmente a idéia nesta Carta é ilustrar nossa participação nestas ofertas públicas, aproveitando para compartilhar um pouco da maneira como olhamos para estas empresas e seus negócios. Alguns elementos que gostamos de encontrar onde costumamos investir, estão presentes também nestas companhias: empresários com boa reputação, executivos competentes, baixo *turn over* de gestão, interesses alinhados, forte cultura corporativa, vantagens competitivas bem estabelecidas, barreiras relevantes à entrada, foco em custos, capacidade de inovação e adaptação, retornos altos e, de preferência, marginalmente crescentes, *valuations* atrativos/razoáveis, que não dependam de fatores exógenos para serem justificados. E ainda, neste tema, incluímos também um ingrediente adicional: motivações genuínas para a decisão de abrir o capital.

(1) Consideramos nesta contagem algumas companhias que tornaram-se públicas de fato neste ciclo, embora de direito já o fossem, como CPFL, Tam, Lojas Renner, Cyrela, Tractebel, Rossi, São Carlos, Gafisa, Cremer, Romi, Cia Hering.

(2) O Plano Geral de Outorgas dividiu o território brasileiro em quatro regiões: Região I - Sudeste (exceto São Paulo), Nordeste e Norte (parte); Região II - Sul, Centro-Oeste e Norte (parte); Região III - São Paulo; Região IV - longa distância.

GVT

A GVT é uma empresa constituída em 1999, com o objetivo de prestar serviços de telecomunicações, incluindo transmissão de voz e dados. O negócio, portanto, surgiu a partir da oportunidade criada pela Lei Geral de Telecomunicações de 1997, que permitiu a privatização e o início de competição no setor.

A GVT é a operadora-espelho com autorização para competir com a concessionária de telefonia fixa da região II², além de possuir licenças para prestação de serviços de comunicação e multimídia para as regiões I e III. A companhia tem obtido sucesso em sua estratégia de ocupar rapidamente nichos de mercados em suas áreas de atuação. A idéia é a de valer-se de uma arquitetura de rede e de acesso de última geração, alavancada por uma prática comercial focada e agressiva, para buscar segmentos com alto crescimento e clientes que exijam qualidade diferenciada nos serviços. A medida em que a rede se expande e consolida, formam-se barreiras substanciais à entrada de outros competidores, ao mesmo tempo em que potencializa-se a exploração de novos mercados, com retornos marginais tipicamente crescentes, dada a diluição dos custos fixos próprios deste tipo de negócio.

NOSSO DESEMPENHO

Neste segundo trimestre, o Dynamo Cougar rendeu 21,5%, acumulando um ganho de 27,8% no ano. O Ibovespa apreciou 19,5% e o IBX 17,8%, atingindo uma rentabilidade acumulada neste primeiro semestre de 22,3% e 20,3%, respectivamente. Nos últimos dez anos, o Dynamo Cougar apresenta um retorno de 22,5%^{aa} em termos reais – acima da inflação medida pelo IGP-M – e de 26,8%^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa valorizou-se 5,6%^{aa} sobre o IGP-M e 9,2%^{aa} em dólar e o IBX 10,9%^{aa} e 14,7%^{aa}, respectivamente.

Praticamente todas as ações da carteira do Fundo apresentaram performance bastante positiva no trimestre. Dez posições, representando 59% da carteira, subiram mais do que 20% no período. Este mesmo comportamento também verificou-se entre importantes posições dos índices Ibovespa e IBX. Ou seja, o vento soprou forte beneficiando quem estivesse com o barco na água e as velas esticadas.

Mais um trimestre de saldos positivos em entrada líquida de recursos na Bovespa e em investimentos externos

A prestação de serviços regulados com conteúdo tecnológico exige uma combinação de atributos de gestão pouco comuns: compreender os incentivos e espaços regulatórios, identificar a dinâmica da inovação tecnológica, perceber as tendências de preferências do consumidor, acertar o *timing* do investimento não-modular num negócio capital intensivo. De fato, a qualidade da administração tem sido um diferencial importante para a GVT. Executivos experientes e acionistas muito presentes no dia a dia da operação imprimem um sentido de liderança marcante e uma cultura empresarial bem definida. A equipe trabalha junto há muitos anos e possui uma ótima reputação. O sistema de incentivos está bem desenhado com um plano de opções calibrado e os resultados operacionais vem endossando o compromisso da administração com o controle de custos.

A decisão do IPO na GVT deu-se no momento em que a companhia visualizava oportunidades interessantes de investimento que não poderiam ser suportadas pela fragilidade do balanço na época. Na verdade, a operação de IPO foi a resultante final de um longo processo de reestruturação de dívida junto aos bancos credores. Trata-se de uma motivação que consideramos genuína: trazer novos sócios que financiem os projetos de expansão, ao mesmo tempo em que se busca otimizar a estrutura de capital. De fato, a companhia empregou cerca de 30% do total de recursos captados (R\$ 1,076 bilhão) como pré-pagamento de dívidas e agora segue com uma confortável po-

sição de caixa para fazer frente às necessidades de capital de giro e de capex.

De uma maneira geral, o mercado empregou como referência de *valuation* para as novas entrantes, um prêmio sobre os múltiplos das incumbentes, que conhecidamente são muito baixos. Quando analisamos mais a fundo o modelo de crescimento da GVT, percebemos que os *valuations* implícitos no IPO estavam de certa forma ancorados por estes *benchmarks* descontados. Isto nos encorajou a pagar com alguma margem de segurança pelo crescimento esperado. De fato, a GVT vem entregando bons resultados, a exemplo deste segundo trimestre quando apresentou, contra o mesmo período do ano anterior, crescimento de receita de 28% e de EBITDA de 39% – com um aumento de margem de quase três pontos percentuais. Interessante destacar que o modelo de negócios da companhia não depende de aquisições ou consolidações setoriais para crescer. A GVT vem crescendo organicamente, capturando mercado através de lançamentos bem sucedidos de novos produtos e serviços.

ODONTOPREV

A Odontoprev é a maior operadora de planos odontológicos no Brasil, com cerca de 20% de *market share* em números de associados. O setor de planos odontológicos apresenta alguns *drivers* interessantes: i) ocorre um desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda pelo serviço, ou seja, há no Brasil um grande número de profissionais qualificados ao mesmo tempo em que o acesso ao serviço pela população ainda é muito baixo; ii) a oferta do serviço pelo sistema público é limitada e precária; iii) a penetração nos pacotes de benefícios corporativos é incipiente, mas muito promissora; iv) tem-se desenvolvido novos canais de distribuição, como corretoras de seguros e consultorias de benefícios; v) a maior regulamentação vem promovendo a redução da informalidade e exigindo melhores práticas gerenciais.

A Odontoprev possui posição privilegiada neste mercado em franco crescimento, onde os demais competidores são menores ou não estão totalmente focados. O modelo econômico da companhia apóia-se em alguns elementos que tornam seu negócio atraente e protegido, tais como: i) oferta de um portfólio de planos abrangente e customizado; ii) controle superior da rede de profissionais credenciados; iii) sistemas de informação proprietária de alta qualidade, construído ao longo dos dezenove anos de operação; iv) necessidade de despesas iniciais de aquisição de clientes, com risco de performance, o que reforça a posição do líder de mercado; v) capital de giro positivo e baixos requisitos de capex. E assim, o negócio da Odontoprev apresenta retornos elevados e vantagens competitivas dificilmente replicáveis.

O principal empresário, Randal Zanetti, e o grupo de executivos seniores possuem grande experiência e especialização no setor, além de terem boa parte de seus patrimônios investido em ações da companhia, embora o controle propriamente dito esteja pulverizado no mercado. O IPO deu-se num

NOSSO DESEMPENHO

diretos. Juros e câmbio em queda, Bolsa forte. Recordes também no mercado de IPOs. Uma pesquisa recente divulgou que o Brasil teria alcançado a marca inusitada de 10% do mercado global de IPOs em 2007. Reflexos sobre o ambiente corporativo já se fazem notar.

É notório que os bons fundamentos macroeconômicos do país e abundância de liquidez externa vem conspirando junto a um maior amadurecimento do nosso mercado de capitais – maior grau de abertura financeira e melhor proteção legal – para produzir resultados sem precedentes. De 2003 até junho de 2007, as empresas listadas na Bovespa ganharam R\$ 1,5 trilhão em valor de mercado. Em termos de emissões, apenas nos últimos 18 meses, as companhias captaram cerca de R\$ 42 bilhões em dinheiro primário e mais R\$ 132 bilhões em dívida, ou seja, o equivalente a pouco menos da metade da formação bruta de capital fixo do país em 2006. Diferentemente de outros momentos em que a valorização das ações restringiu-se a um movimento de apreciação de títulos no mercado secundário, neste ciclo, a alta dos mercados finalmente chegou ao caixa das empresas.

A combinação de um aumento generalizado dos *valuations*, com abundância de liquidez e acesso aberto a recursos externos permitiu às companhias conhecer o mercado de capitais em sua função mais genuína: como fonte de captação de recursos a custos competitivos. E partir daí, segue-se uma série de desdobramentos positivos. Com ba-

contexto de saída de um investidor de *private equity*, cujo prazo de encerramento de investimento se aproximava. Fundadores e executivos venderam proporcionalmente menos e continuam como acionistas relevantes. Tivemos oportunidade de acompanhar a evolução do desempenho operacional e dos processos internos da companhia desde o primeiro registro de oferta na CVM, antes do adiamento por alguns meses da operação definitiva. Isto nos deu maior confiança para pagar pelo crescimento implícito nos altos múltiplos do IPO.

Sem dúvida, a vinda a mercado aprofundou o caminho de profissionalização da companhia, e incutiu um sentido prático de *accountability* na administração, percebido na preocupação com o mercado de capitais e no esmero do diálogo com investidores.

ALL

A ALL – América Latina Logística – é a maior operadora logística independente baseada em ferrovias da América Latina. A companhia surgiu em 1997 (na época denominava-se Concessionária Brasileira), quando venceu o processo de licitação da Malha Sul, no âmbito do PND. Desde então, a malha consolidada da ALL expandiu-se incorporando a parte sul da malha paulista da Ferrobán, além de duas ferrovias na Argentina (Central e Mesopotâmia). Mais recentemente, a ALL adquiriu o controle da Brasil Ferrovias, que compreende três vias – Ferronorte, Novoeste e Ferrobán. Com isso, a companhia integrou boa parte da malha ferroviária das regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do país, abrangendo uma área responsável por 78% das exportações de grão da América do Sul e 75% do PIB do Mercosul.

Basicamente, a estratégia da companhia é a de explorar sua vantagem competitiva natural, procurando oferecer soluções logísticas que alavanquem o volume transportado na ferrovia. Todo o racional de decisão corporativa é orientado para maximizar o retorno sobre o capital investido. Ao possuir uma participação ainda reduzida nos mercados endereçáveis, o desafio de gestão passa ao largo da área comercial, podendo-se definir como uma complexa solução de pesquisa operacional: qual percurso maximiza o retorno sobre o capital investido a partir de uma determinada dotação de material rodante e das limitações impostas pela via permanente?

Disciplina de capital, foco permanente em controle de custos e uma forte cultura corporativa orientada pela meritocracia têm produzido resultados consistentes. A ALL vem crescendo receita e EBITDA, mantendo níveis de retorno bastante elevados.

A oferta inicial foi uma combinação de venda secundária e captação primária para investimentos em melhoria das condições da malha. Chegamos a adquirir uma pequena participação no IPO, que foi realizada mais à frente, dada a boa performance da ação e uma certa insegurança nossa quanto à proximidade de um *follow-on* secundário. Temíamos que a diminuição do interesse econômico de alguns acionistas responsáveis pela construção da cultura empresarial pudesse arrefe-

cer o *punch* da companhia em perseguir as metas operacionais. Estávamos errados.

Voltamos a montar uma posição razoável quando vislumbramos as oportunidades potenciais que a compra da Brasil Ferrovia poderia trazer. Estudamos mais a fundo os corredores e gargalos logísticos, a dinâmica das fronteiras agrícolas, as possibilidades dos negócios industriais, o potencial de crescimento da produtividade da malha e a partir daí concluímos que o *track record* da administração da ALL admitia premissas mais agressivas na análise de sensibilidade do nosso DFC.

LOCALIZA

A Localiza é a maior rede de aluguel de automóveis do Brasil, contando com mais de 300 agências. A companhia atua ainda no segmento de aluguel e administração de frotas de veículos – contando com cerca de 370 clientes corporativos – e também no negócio de vendas de carros usados, através de 30 pontos de vendas.

Os três negócios são sinérgicos e escaláveis. Uma frota maior permite maior flexibilidade na alocação geográfica dos veículos, maior cobertura e atendimento diferenciado na oferta dos serviços, maior capacidade de administrar preços, além da diluição natural dos custos fixos. O negócio de alugueis gera

NOSSO DESEMPENHO

lanços patrimoniais mais robustos, os projetos de expansão começam a sair da prancheta. Mais que isso, na contramão da história, algumas companhias brasileiras aventuram-se às compras no exterior. Ao mesmo tempo, novos segmentos de negócios debutam na Bolsa e as estreadas prometem capturar as vantagens dos *first movers*. Ondas de consolidação já estão em franco movimento em vários setores: imobiliário, saúde, educação, açúcar e álcool, serviços financeiros, varejo, carnes e alimentos, equipamentos diversos, softwares, entre outros. Efeitos *spillovers* e *linkages* provenientes dos novos investimentos deverão alastrar-se pela matriz tecnológica, pelos sistemas de gestão e pela cadeia de suprimento. Na nova lógica de cálculo econômico, companhias testam o caminho da formalização.

Um ciclo prolongado de IPOs bem sucedidos pode transformar-se num marco institucional importante, produzindo efeitos sobre toda a cadeia de negócios: estimula a atividade empresarial nascente, questiona o *status quo* de uma cultura de organização tipicamente patrimonialista, sugerindo um novo paradigma na maneira de fazer negócios no país: aquele da companhia pública, da sociedade aberta.

Neste aspecto, independente das correções periódicas naturais nos preços dos ativos que os mercados costumam reservar, este ciclo de alta já aparenta deixar um legado mais promissor.

escala e poder de barganha na compra de veículos junto às montadoras. Por sua vez, a área de revenda ajuda a calibrar a taxa de ocupação da frota, reduz o custo de depreciação dos veículos e abastece de informações os segmentos de alugueis, ajudando a refinar o *yield management*.

Outro elemento fundamental que se beneficia desta plataforma integrada de negócios é a marca da empresa, construída sobre uma sólida reputação corporativa. Como se sabe, a rentabilidade do negócio de venda de carros usados depende essencialmente da credibilidade da marca. É o aspecto reputacional que consegue minimizar os problemas derivados da situação de assimetria de informação entre compradores e vendedores, capturando assim parte do desconto natural neste tipo de transação³.

A Localiza possui 20% de *share* num mercado extremamente fragmentado. Os três principais concorrentes somados detêm cerca de 15% de participação dos alugueis de veículos e o restante do mercado é disputado entre quase dois mil pequenos operadores. Na verdade, esta distribuição reflete uma característica marcante no negócio: baixa barreira à entrada, porém alta proteção contra o crescimento⁴.

A gestão da companhia é da melhor qualidade: executivos experientes, vibrantes e extremamente competentes. Nos últimos anos, a companhia cresceu duas vezes mais do que o mercado, alavancando os *drivers* de crescimento do setor: aumento de renda, maior penetração de cartão de crédito, crescimento do turismo, aumento do tráfego aéreo, tendência à terceirização das frotas corporativas e maior oferta do serviço de *replacement*.

O IPO se deu no momento em que amadureceu nos acionistas fundadores a decisão de aprofundar o processo de institucionalização da companhia, aproveitando a oportunidade do desejo de saída de um investidor de *private equity*. O preço inicial saiu abaixo do intervalo sugerido e o pós-mercado da oferta foi morno. Chegamos a acompanhar a empresa quando ainda era

fechada, mas no momento seguinte ao IPO tivemos uma maior interação com os principais executivos que nos impressionaram positivamente. Aproveitamos a oportunidade para montar uma boa posição. Com o tempo e o bom trabalho de comunicação da Localiza, o mercado passou a precificar adequadamente as perspectivas da companhia.

VIVAX

A Vivax foi constituída em 1996 para adquirir e operar concessões de TV por assinatura. Em 2004, a companhia adquiriu as operações da Bell Canadá, aumentando substancialmente sua base de assinantes. Na época do IPO em fevereiro de 2006, a empresa operava 34 concessões, cabendo mais de um milhão de domicílios, sendo a terceira maior provedora de tv a cabo do país.

O foco de atuação da Vivax são mercados com renda superior à média do país e onde há menor concorrência. As áreas de concessão abrangem trinta e uma cidades no Estado de São Paulo, duas no Rio de Janeiro e Manaus. Em praticamente todas elas, os únicos concorrentes são prestadores de serviços DTH, que não oferecem conteúdo local.

A estratégia competitiva apóia-se na qualidade bidirecional e capacidade da rede, de pelo menos 750 MHz. A tecnologia utilizada pela Vivax apresenta uma qualidade de serviço de transmissão superior à dos concorrentes, sejam eles operadores de tv a cabo (tecnologia DTH ou MMDS), ou as empresas de telefonia na banda larga (DSL). Outra vantagem competitiva interessante é que a Vivax oferece serviços de atendimento direto aos clientes, além de programação com conteúdo local, através de doze canais dedicados.

O IPO ocorre no momento em que o investidor de *private equity* busca liquidez e a companhia demanda recursos para expandir suas operações e melhorar a estrutura de capital. Daí uma combinação de oferta primária e secundária.

Os principais executivos, Christopher Torto e Fernando Norbert, seguiram sendo acionistas importantes da companhia, o que garante boa convergência de interesses. Ambos participam diretamente do dia a dia da empresa e conhecem em profundidade o setor. Têm mostrado disciplina de capital, além de acerto no *timing* da difícil decisão de ampliar a rede e/ou fazer aquisições. Em negócios baseados em estruturas de rede, decisões anteriores sobre a geografia (localização) e geometria (desenho) da

NOSSO DESEMPENHO

EM TEMPO:

De fato, nos últimos dias, assistimos a um aumento na volatilidade dos mercados, refletindo as incertezas dos investidores sobre a sustentação de um ambiente de investimentos complacente com níveis de prêmios de risco muito baixos em termos históricos. Ainda é cedo para compreendermos a magnitude destes efeitos sobre a atividade econômica ou mesmo sobre as expectativas embutidas nos *valuations* aqui no Brasil. Seguimos atentos aos acontecimentos, calibrando no tamanho do caixa do Fundo e no perfil da carteira, nosso nível conforto com os patamares atuais dos preços de mercado.

(3) Desde o artigo clássico de George Akerlof em 1970 que o mercado de carros usados passou a servir de ilustração típica dos problemas de assimetria de informações entre compradores e vendedores. O artigo foi publicado originalmente no *Quarterly Journal of Economics*, 84 (ago-1970) sob o título de *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*.

(4) Isto porque o capital necessário para atuar neste segmento é muito baixo – no limite, apenas um veículo. Por outro lado, os líderes de mercado, pela escala e flexibilidade de suas frotas, podem sustentar por muito tempo promoções comerciais cirúrgicas, limitando a capacidade de expansão destes pequenos players locais.

rede têm impacto significativo nos retornos futuros. Por tudo isso – melhor mix de serviços, boa demografia das áreas de concessões, fidelização dos clientes, menores custos de manutenção, qualidade superior da rede – a Vivax apresenta sólidas vantagens competitivas e os retornos marginais das expansões futuras deverão ser altos. Sabíamos também que a Vivax poderia ser alvo de aquisição da Net Serviços, que já tinha operações relevantes adjacentes à sua área de concessão. De fato, oito meses após o IPO, a companhia foi adquirida pela Net, o que acabou antecipando boa parte do retorno que esperávamos na ação.

TRACTEBEL

A Tractebel Energia foi criada em 1997 após a cisão da Eletrosul, subsidiária da Eletrobrás. Em 1998, a Tractebel (na época chamada de Gerasul) foi adquirida pela Suez Energy International, uma subsidiária do Grupo Suez. Apesar de listada na Bolsa desde a privatização, a Tractebel era tratada pela Suez como uma companhia fechada: baixa transparência e liquidez quase inexistente. Em 2005, o Grupo Suez mudou sua visão estratégica e decidiu transformar a Tractebel em uma companhia verdadeiramente aberta. O “novo” IPO se deu através de uma oferta secundária onde os controladores venderam ao mercado parte de sua posição. A companhia aderiu ao Novo Mercado e a mensagem de comprometimento do Grupo Suez com o mercado de capitais local foi percebida com credibilidade, afastando ceticismos próprios à natureza 100% secundária da operação e ao fato de persistir na estrutura societária do Grupo possibilidades de eventuais conflitos de interesses.

A Tractebel é a maior geradora privada de energia do país com 5,9 mil MW de capacidade instalada, 7% do mercado brasileiro. Possui onze usinas em operação e duas em construção, localizadas basicamente nas regiões Sul e Centro-Oeste, contando com um mix interessante de produção: plantas hídricas e térmicas, com uso diversificado de combustíveis fósseis (carvão, gás e óleo) e renováveis (água e, recentemente, bagaço de cana).

A Tractebel foi a primeira companhia privada de geração a se beneficiar da oportunidade criada pela desregulamentação do setor elétrico do país. Já no início de 2000, a empresa, de forma pró-ativa, começou a conquistar clientes livres que haviam sido autorizados a deixar o mercado cativo das concessionárias de distribuição de energia.

Com um mix de produção balanceado e um bom tamanho de energia assegurada, a administração da Tractebel, composta por executivos experientes, conhecedores das peculiaridades e complexidades do nosso setor elétrico, conseguiu pôr em marcha uma prática comercial pioneira, construindo uma carteira diversificada de contratos e uma estratégia consistente de *trading* de energia de curto prazo. Enquanto que as vendas para distribuidoras garantem uma estabilidade no fluxo de caixa da empresa, o portfólio de mais de cem clientes livres permite maior flexibilidade na curva de contratação. Ao mesmo tempo, o exces-

so de lastro físico sobre o despacho efetivo oferece à companhia a possibilidade de operar os *spreads* dos preços de curto prazo *vis à vis* os preços médios de seus contratos. Adicionalmente, a Tractebel tem sido muito bem sucedida em antecipar a situação de escassez relativa de energia e, conseqüentemente, os preços futuros no mercado. A companhia esteve contratada a preços elevados no momento de excesso de oferta pós-acionamento, por outro lado, possui ainda 25% do total de seus recursos descontratados em 2011-2012, período em que se desenha escassez de oferta de energia.

A Tractebel não é uma empresa barata e costuma negociar com um prêmio sobre as demais companhias do setor. Ainda assim, enxergamos um retorno normalizado bastante razoável, tendo em vista principalmente qualidade do *management*, a disciplina de capital da companhia e a natureza defensiva do negócio. Além disso, algumas opções não precificadas podem eventualmente surpreender, como uma curva de preços de energia acima da atualmente projetada ou uma oportunidade de aquisição no setor.

Como dissemos, o intuito aqui foi o de ilustrar alguns investimentos da Dynamo em IPOs, destacando os elementos que nos levaram a perceber estas companhias como boas oportunidades de investimento, apesar de toda dificuldade intrínseca do processo para um investidor tipicamente fundamentalista. Desnecessário dizer que também estas empresas têm aspectos que precisam ser monitorados, sejam eles operacionais ou societários/alinhamento de interesses. Por exemplo, embora entendamos as razões que levaram companhias como GVT e Odontoprev a adotar *poison pills* em seus estatutos (conforme descrevemos na Carta anterior), conceitualmente lamentamos que estas provisões possam privá-las dos benefícios advindos de um mercado de controle corporativo genuíno. Também seguimos observando com cautela a redução da

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até junho de 2007

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	552,71%	456,46%	386,35%
36 meses	206,95%	204,41%	160,13%
24 meses	137,23%	123,75%	115,98%
12 meses	59,51%	47,80%	48,34%
3 meses	21,51%	17,81%	19,49%

Valor da cota em 30/06/2007 = R\$ 187,831563930

participação dos *insiders* na ALL e na Localiza. Naturalmente, estes elementos e movimentos estão sendo considerados no tamanho das participações relativas em nossa carteira.

De comum, vale reforçar o fato de que a abertura de capital nestas empresas não ter tido uma motivação meramente oportunística, aproveitando um momento favorável do merca-

do. A louvável decisão do IPO, nestes casos – e em outros tantos –, se insere num contexto evolutivo mais amplo, uma etapa transposta na trajetória de desenvolvimento da companhia. Como prêmio, um *voucher* de acesso permanente a recursos financeiros a custos competitivos.

Rio de Janeiro, 5 de setembro de 2007.

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA x FGV-100 (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	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17
1ºTrim/06	23,32	23,32	5.332,90	18,89	18,89	958,98	22,51	22,51	500,48
2ºTrim/06	-3,88	18,54	5.122,20	-4,58	13,44	910,48	-2,68	19,23	484,40
3ºTrim/06	5,68	25,27	5.418,57	2,64	16,44	937,17	-1,03	17,99	478,36
4ºTrim/06	19,56	49,77	6.498,25	23,01	43,23	1.175,83	24,08	46,41	617,65
1ºTrim/07	9,67	9,67	7.136,29	10,07	10,07	1.304,32	6,72	6,72	665,84
2ºTrim/07	29,34	41,85	9.259,40	28,84	41,81	1.709,26	27,19	35,73	874,08

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 706.965.154,44

(*) 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 resente 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