

Carta

Dynamo 43

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 3º TRIMESTRE DE 2004

www.dynamo.com.br

AmBev

Na Carta Dynamo 40, descrevemos os fundamentos que justificavam nosso investimento em AmBev, já na época uma das principais posições do fundo. Naquela ocasião, esclarecemos que a operação com a Interbrew (atualmente InBev) e suas consequências para a companhia seriam analisadas e comentadas a posteriori. Desde então, estivemos debruçados sobre os detalhes da transação e da nova configuração da empresa, ao mesmo tempo em que continuamos acompanhando de perto o que vem se passando com suas operações, principalmente, no Brasil. Levamos algum tempo e certamente empreendemos muito esforço para criarmos um consenso interno. Não foram poucos os comentários e opiniões sobre a operação, inclusive na mídia, mas foi somente após um estudo profundo dos documentos societários da nova empresa, de viagens, de conversas com executivos e pessoas ligadas ao projeto e de incansáveis discussões internas é que foi possível, na perspectiva da Dynamo, ter ou pretender ter uma opinião educada sobre a nova AmBev e o novo contexto societário em que ela se insere. A busca de respostas para questões como as listadas abaixo foram e, continuam sendo, de primordial importância para nós.

- Os controladores da AmBev venderam a companhia ou viraram, de fato e de direito, co-controladores da InBev?
- Como os administradores da nova AmBev serão remunerados. Os interesses dos acionistas remanescentes da AmBev ficaram alinhados com os de quem?
- Quão importante para a InBev é a operação da AmBev?

- Qual a importância da Labatt (Canadá) no contexto da operação InBev?

Nesta carta, procuramos manifestar nosso ponto de vista tratando dos aspectos que nos parecem mais relevantes para a nova realidade da AmBev.

Preliminarmente, cabe aqui um comentário: como investidores, não nos sentimos confortáveis em manter uma posição importante em uma empresa onde não entendemos bem o que está acontecendo e a verdade é que nossa primeira impressão da operação, do ponto de vista dos acionistas detentores de ações preferenciais, não foi boa. Por esta razão, quando a operação foi divulgada, nosso primeiro movimento foi na direção de diminuir a exposição do fundo à AmBev através da venda parcial das ações preferenciais. Quanto a nossa posição em ordinárias, que representavam, no momento do anúncio da operação, cerca de 45% da nossa posição total, nossa reação foi comprar mais ações já que, apesar da alta imediata, ainda negociavam com um desconto expressivo sobre o preço implícito do *tag along*.

A Transação Interbrew – AmBev

No dia 3 de março de 2004¹, a cervejaria belga Interbrew e a AmBev anunciaram uma operação envolvendo troca de ações e aquisição de ativos da canadense Labatt pela AmBev. A Interbrew emitiu 141,7 milhões de ações para os acionistas controladores da empresa brasileira, em troca de sua participação de 21,7% no capital total da AmBev (cerca de 8,19 bilhões de ações, 52,2% do capital votante). Por sua vez, a AmBev emitiu 19,3 bilhões de

ações (7,9 bilhões de ordinárias e 11,4 bilhões de preferenciais) para a incorporação de 100% do capital da Labatt, que possuía uma dívida líquida de US\$ 1,0 bilhão. A emissão representava 33,5% do capital votante e 34,4% do capital total da nova AmBev.

Na prática, foi criada uma holding chamada Stichting Interbrew na qual os ex-controladores da AmBev contribuíram todas as ações que receberam da Interbrew e ficaram com 44% do capital e os antigos controladores belgas contribuíram uma parcela expressiva das ações que possuíam e ficaram com 56% do capital. Estas famílias belgas possuem, ainda, cerca de

Nosso Desempenho

Antes de tudo, pedimos desculpas pelo atraso injustificável na publicação desta Carta, que deveria ter circulado em novembro. A Carta de fechamento do ano de 2004 deverá ser publicada ao longo das próximas semanas. A partir do 1º trimestre de 2005, esperamos normalizar os prazos de publicação.

Neste terceiro trimestre, as quotas do Dynamo Cougar valorizaram-se 24,3%, um resultado bastante expressivo. No mesmo período, o Ibovespa rendeu 11,4% e o IBX 16,0%. Desde o início de suas atividades, o Dynamo Cougar acumula uma rentabilidade de 31,5%^{aa} acima do IGP-M e de 33,9%^{aa} em dólar. Neste mesmo período, o Ibovespa rendeu 7,8%^{aa} em IGP-M e 9,8%^{aa} sobre a moeda americana.

A performance do fundo neste trimestre explica-se pela valorização expressiva de várias posições do fundo – treze ações tiveram valorização acima de 20% –, sendo que alguns investimentos importantes apresentaram rentabilidade bastante destacada: Caemi (56,9%), Ultrapar (44,1%) e Belgo Mineira (59%).

(1) Na verdade, já no dia 1º de março as companhias anunciaram que estavam concluindo uma negociação relevante mas não forneceram detalhes.

O objetivo deste relatório é o de tecer comentários sobre desempenho do gestor no período, destacando os eventos mais significativos relativos aos investimentos realizados. Possui conteúdo apenas informativo e teor meramente analítico, não constituindo material de venda de ações ou de fundos, nem tampouco indicação ou recomendação para o uso destas informações em aplicações ou investimentos financeiros.

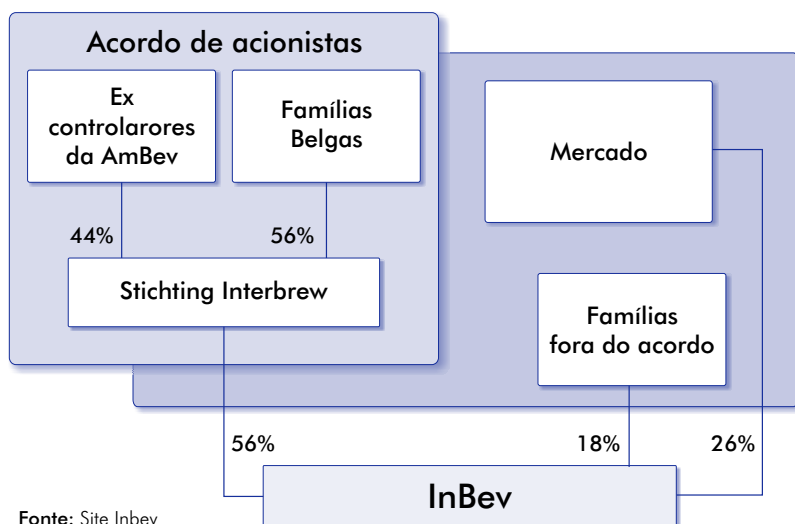
Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance 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.

18% do capital da Interbrew fora desta holding. O documento mais importante da nova estrutura é o acordo de acionistas, válido por 20 anos, que governa a Stichting Interbrew que, por sua vez, controla a Interbrew (atual InBev). Este acordo define um controle efetivamente compartilhado, ou seja, mesmo tendo a minoria do capital dentro da holding, os ex-controladores da AmBev possuem exatamente os mesmos poderes políticos que os acionistas belgas.

controladores. Esta oferta será realizada em dinheiro e, alternativamente, em ações de sua própria emissão³. A FAHZ, fundação ex-controladora da Antarctica, que era signatária de acordo de acionistas na AmBev anunciou que não venderá suas ações e assinou um novo acordo com a Interbrew cujo teor é substancialmente similar ao então existente com os controladores brasileiros exceto pelo prazo, que foi alongado para 2019.

res venderam suas ações ordinárias da AmBev por R\$ 1.463,14/ação⁴. O preço para o *tag along* era portanto de R\$ 1.170,51/ação. É difícil calcular o valor preciso do prêmio de controle pago. Se usarmos como base o preço das preferenciais no dia 1 de março de 2004, R\$ 819/ação, o prêmio foi de 78,6%. Este preço porém estava provavelmente inflado pela especulação de que também as ações preferenciais seriam compradas pela Interbrew. Se, compararmos o preço de venda das ações de controle com o preço das preferenciais 30 dias após anúncio, R\$ 577/ação, este prêmio sobe para 153,6%.

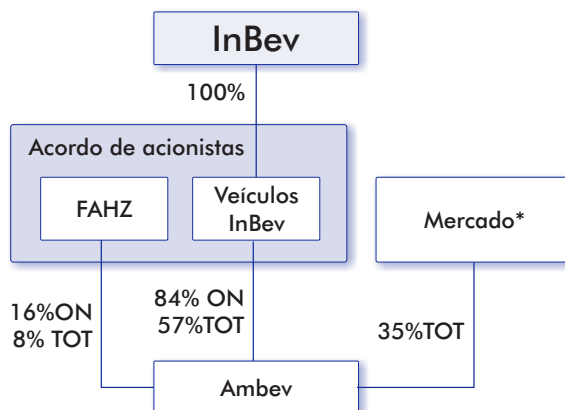
Inúmeras foram as críticas a esta operação. Chegou-se ao ponto de considerá-la contrária aos interesses soberanos do país. Mas, em nossa opinião, achamos que são apenas dois os aspectos que realmente precisam ser analisados. O primeiro diz respeito exatamente ao prêmio de controle e a não existência de oferta para as ações preferenciais. Ora a lei brasileira é muito clara a esse respeito, apenas as ações ordinárias têm o direito de *tag along* numa operação de venda de controle. Além disso, e tão importante quanto o aspecto formal da lei, a companhia jamais teve uma posição ambígua a respeito do tema. Sempre que foi questiona-



Fonte: Site Inbev

Uma questão importante se coloca neste momento: Como será o convívio no comando da InBev por um prazo tão longo de duas culturas, em princípio, bastante diferentes? Note-se que a primeira possível saída é através de um *buy or sell* após o sexto ano do acordo em caso de impasse relacionado a questões estratégicas (*"ownership matters"*²). A mecânica deste *buy or sell* é extensa e detalhada e, provavelmente, foi uma das cláusulas mais discutidas durante a negociação. É difícil fazer qualquer prognóstico sobre a probabilidade de aplicação deste mecanismo no futuro mas, não obstante, é um componente muito importante no contexto da interação entre brasileiros e belgas e, por isso, demandará atenção e acompanhamento da parte de investidores.

A AmBev passou a ser controlada pela InBev que detém 68% de suas ações ordinárias (16% estão no mercado e 16% são detidos pela Fundação Antonio e Helena Zerrenner - FAHZ). Atendendo aos dispositivos legais pertinentes, a InBev realizará uma oferta aos acionistas minoritários ordinários nas mesmas condições daquela que resultou na alienação de seu controle, pagando-lhes 80% do valor recebido pelos ex-



* Inclui administradores

Fonte: Edital de oferta pública para aquisição de ações ordinárias da AmBev aprovado pela CVM em 14/02/05. (Inclui 100% de adesão a oferta pública) Posição 31/12/2004. Excluindo ações em tesouraria.

Na hipótese da adesão integral dos demais acionistas minoritários ordinários à oferta pública, a InBev passaria a deter aproximadamente 84% do capital votante da AmBev e 57% de seu capital total.

Valores / Pontos críticos

Em última análise, usando os dados do dia 1º de março de 2004, quando foi feito o primeiro anúncio sobre a operação, os controlado-

da sobre a ausência de *tag along* para as preferenciais, e esta pergunta era feita em quase todas as conferências telefônicas trimestrais, a empresa sempre deixou claro que não pretendia estender este direito e que para obtê-lo, os investidores deveriam comprar ações ordinárias. Portanto, achamos que as reclamações a este respeito não são pertinentes.

Correndo o risco de aumentar a polêmica e somente para alimentar uma digressão,

(2) Acordo de Acionistas (datado de 2 de março de 2004, artigo IV - seção 4.01)

(3) Edital de oferta pública para aquisição de ações ordinárias da AmBev aprovado pela CVM em 14/02/05.

(4) Os controladores receberam 141,7 milhões de ações da Interbrew que, nesta data valiam € 23,45/ação. Portanto receberam € 3,32 bilhões por suas 8,19 bilhões de ações ordinárias de AmBev, ou € 405,23/ação. Ao câmbio de R\$/€ 3,61, chegamos ao valor de R\$ 1.463,14/ação.

a esta altura, acadêmica, vamos até um pouco além. Em nossa opinião, mesmo a extensão do *tag along* para as ações ordinárias nesta operação poderia ser questionada. Se considerarmos que os controladores da AmBev apenas contribuíram com suas ações para um novo veículo que, por sua vez, possuía também o controle da Intebrew e que os brasileiros fizeram um acordo de acionistas válido por 20 anos, não seria irrazoável argumentar que o controle da AmBev não foi vendido de fato. E, portanto, o artigo 254-A da Lei 6.404 não se aplica. Não vale a pena prosseguir esta análise nesta Carta, mas o assunto é muito interessante.

Como acionistas de longo prazo, não tínhamos dúvida de que, para alinharmos nossos interesses aos dos controladores da AmBev, era preferível ter ações ordinárias mesmo que isto significasse abrir mão de liquidez. E, adicionalmente, o desconto com que negociavam as ordinárias em relação as preferenciais compensava a menor liquidez. A razão pela qual o fundo tinha uma posição relativamente alta em ações preferenciais na data do negócio está relacionada ao nosso desejo de aumentar de forma rápida o peso de AmBev no fundo quando estas ações caíram muito em função da perda de *market share* para a Nova Schin. Nosso intuito era ir trocando as ações preferenciais por ordinárias ao longo do tempo sem pressionar o preço destas últimas.

O segundo ponto polêmico que merece ser analisado em detalhe foi a compra, via incorporação, da cervejaria canadense Labatt. Segundo documentos oficiais da própria operação, a AmBev teria pago um múltiplo de aproximadamente 12,9 e 11,1 vezes seus EBITDAs de 2003 e projetado para 2004, respectivamente⁵. À primeira vista, estes múltiplos parecem muito altos para uma empresa brasileira embora nem tanto para cervejarias de grande porte no mundo. Mas cabem aqui alguns comentários técnicos. Para começar, é importante enfatizar que sempre tomamos muito cuidado com análises de múltiplo que quase sempre embutem simplificações perigosas, prejudicando sensivelmente a análise. O que se passa abaixo do EBITDA, isto é, o quanto a companhia investe e paga de impostos e juros, é fundamental para interpretarmos corretamente o resultado efetivo de qualquer companhia.

Além disso, no caso de uma troca de ações, este múltiplo pode estar inflado artificialmente, como achamos que foi o caso na operação em questão. Para o cálculo apresentado, foi usado como referência o preço das ações preferenciais nos dias próximos à data da divulgação da operação que avaliava a própria AmBev por um múltiplo muito alto (cerca de 9,8

vezes seu EBITDA de 2003). Se este mesmo cálculo tivesse sido feito 30 dias após o anúncio, como a moeda de pagamento pela Labatt – ações de AmBev – havia caído fortemente, o próprio múltiplo de aquisição da cervejaria canadense teria uma redução significativa (para aproximadamente 9,2 vezes seu EBITDA projetado de 2004, em nossas contas)

Mas o fato é que, considerações técnicas sobre o *valuation* da Labatt a parte, a compra de um ativo da Intebrew pela AmBev no mesmo momento em que os controladores desta estavam vendendo suas ações para a cervejaria belga configurava um conflito de interesses inequívoco. Conceitualmente, quanto maior o preço que a AmBev pudesse pagar pela Labatt, maior o preço de venda possível para as ações dos controladores brasileiros. O limite para estes valores é função justamente do que podia ser considerado preço justo.

Do ponto de vista legal, a doutrina brasileira sobre o assunto, muito discutido no escopo de várias outras operações, parece estar quase consensualmente apontada na direção do conceito onde somente se caracteriza como conflito para efeito da nossa Lei de Sociedades Anônimas, aquela operação que, a posteriori, se configura como prejudicial à companhia. Não só não concordamos com este conceito como temos também uma enorme dificuldade em aceitar suas conseqüências práticas. Contudo, sob a perspectiva da lei brasileira, tivemos poucas dúvidas sobre a legalidade da compra da Labatt da forma como foi realizada.

Do nosso ponto de vista, a existência inquestionável do conflito não significa necessariamente um prejuízo para os acionistas detentores de ações preferenciais da AmBev. Há que se analisar se o preço efetivamente pago à luz das sinergias operacionais e financeiras esperadas e da mudança qualitativa da empresa (cerca de um terço do fluxo de caixa vem agora de um país com menor risco potencial, embora, talvez com menor crescimento também). Além disso, não há como fugir de uma avaliação do impacto provável de uma gestão tipo AmBev numa empresa aparentemente mal gerenciada há algum tempo. Esta é uma análise complexa e trabalhosa. Em nossa opinião, o preço pareceu razoável mas a verdade é que só o tempo dirá se a razão de troca entre ações da AmBev e da Labatt foi justa. Os executivos da AmBev defenderam a operação com enorme convicção e, em última instância, caberá a eles mesmos provar que estavam certos. Dado o excelente *track record* gerencial que possuem, talvez mereçam, pelo menos, o benefício da dúvida.

O que talvez equilibrasse esta discussão sobre conflitos de interesses seria permitir que todos os acionistas, inclusive os detentores de ações preferenciais votassem nas questões societárias importantes das empresas. Aliás, este é um dos requisitos do Nível 2 de governança da Bovespa. Se assim fosse, aumentariam as chances do controlador perder uma votação importante em companhias onde ele estivesse muito alavancado no capital e o obrigaria a uma postura diferente. Mas este é um assunto rico e complexo o suficiente para merecer uma Carta exclusivamente dedicada a ele.

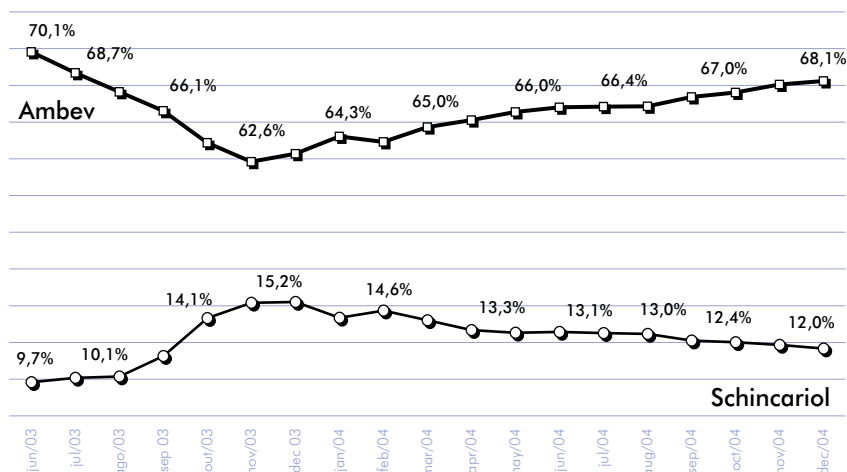
Após o anúncio da operação as ações ordinárias passaram a negociar como um algoritmo das ações da Intebrew e do câmbio Euro x Real calibrado pela certeza ou incerteza acerca da conclusão do negócio. Já as ações preferenciais, afetadas fortemente pela péssima repercussão da operação junto aos investidores em geral, desvalorizaram-se mais de 25% em apenas 5 dias de negociação na Bovespa. Esta desvalorização chegou a 37% no mês de Maio. De fato, a ação demorou quase um ano para recuperar o preço alcançado em 1º de março de 2004 e, mesmo assim, só o fez por que o desempenho operacional do ano de 2004 foi muito bom, conforme descreveremos a seguir.

Brasil

Durante o segundo semestre de 2003 a AmBev perdeu cerca de 5% de participação no mercado brasileiro de cerveja, conseqüência em grande parte do lançamento da Nova Schin. Na ocasião, comentamos na Carta Dynamo 40 que “a recente perda de mercado da AmBev também deve ser revertida, pelo menos em parte... tanto pela diminuição de investimentos em marketing como pelo aumento de preços por parte da Schincariol, a fim de tornar mais compatível seu nível de despesas com sua receita.” Também comentávamos na mesma Carta que “Algo semelhante já havia acontecido, quando, antes da fusão com a Brahma, a Antarctica investiu maciçamente no marketing de sua marca Bavária e reduziu seu preço, conseguindo aumentar bastante seu *market share* naquele momento. No entanto, a combinação de altos investimentos e preços baixos não levou aos resultados econômicos esperados e a estratégia não se mostrou sustentável no médio prazo”. Em se tratando de uma companhia de capital fechado, com baixa visibilidade de informações, torna-se tarefa difícil determinar se os gastos com marketing da Schincariol foram reduzidos de forma relevante. Mas o fato é que o preço da Nova Schin foi elevado algumas vezes desde então, e o diferencial em relação às

(5) Informações constantes na apresentação da AmBev feita para investidores em março de 2004.

Participação de Mercado



Fonte: AC Nielsen

marcas da AmBev foi reduzido significativamente. Por sua vez, a AmBev aumentou seus gastos em marketing. Esta combinação de fatores fez com que a AmBev atingisse *market share* de 68,1% no quarto trimestre de 2004, sendo que aproximadamente metade desta recuperação veio de perdas da Schincariol. Um comentário importante aqui é a importância que damos ao acompanhamento do *market share* de valor, ou seja, do faturamento da indústria como um todo e não somente dos volumes vendidos.

Vale ressaltar que a recuperação de participação de mercado ocorreu num momento de crescimento econômico do país que só começou a se refletir no consumo de cerveja nos últimos meses de 2004. De fato, sob o benefício do atraso na publicação da presente Carta, assistimos à divulgação pela AmBev de um crescimento de volume de cerveja no Brasil de 14,3% no quarto trimestre de 2004 em relação ao mesmo período de 2003, levando o crescimento do ano de 2004 para 4,6%. Não víamos crescimento desta magnitude desde 1994/1995 (Plano Real). O mercado brasileiro de cervejas vem desde então sofrendo com a queda da renda e a sonogação. Apesar da produção nacional de cerveja ter se mantido estável desde 1995, por volta de oito bilhões de litros, o consumo per capita caiu de 50,0 litros/habitante em 1995 para 46,8 litros/habitante em 2003⁶. Se a economia brasileira estiver entrando efetivamente num período de crescimento mais longo com aumento de renda e diminuição da sonogação (como comentado abaixo), a AmBev pode ter pela frente um período muito rentável, pois não precisará de investimentos relevantes para fazer frente a um crescimento anual de volume ao redor de 5% ao ano. Sua estrutura operacional se assemelha, em parte, a uma operação de varejo onde o aumento do

faturamento se dá praticamente sem a contrapartida de despesas fixas gerando aumento expressivo no fluxo de caixa livre da companhia. Numa empresa como a AmBev, onde uma rígida disciplina de capital se faz presente em todas as decisões importantes, acreditamos que a lógica para o destino deste caixa não será diferente do que sempre foi, ou seja, a maximização do retorno para seus acionistas.

Outro ponto conjuntural positivo para as operações da AmBev no Brasil – e também na Argentina – tem sido a desvalorização da moeda norte-americana. Dado que parte importante dos custos de produção da cerveja é atrelada a preços de *commodities* denominados nesta moeda, esta queda tem impacto positivo nas margens operacionais da companhia (políticas de *hedge* a parte).

A este cenário econômico favorável para a AmBev, deve-se somar a aprovação recente por parte do governo federal da implementação dos medidores de vazão que deverão, já a partir do primeiro semestre de 2005, “fiscalizar” o volume de produção das cervejarias brasileiras, melhorando a apuração de impostos devidos pelas indústrias. Objetivamente, é muito difícil calcular o efeito, certamente positivo para a AmBev, que tal medida pode provocar na competição entre as cervejarias.

Antes de concluirmos nossos comentários sobre a operação no Brasil, cabe uma breve referência sobre o segmento de refrigerantes. Mesmo após a formação da AmBev, quando a companhia adquiriu massa crítica no segmento (cerca de 17% de *market share*), o retorno do negócio, quando analisado isoladamente, não era satisfatório principalmente quando comparado ao negócio de cervejas. Entretanto, essa realidade vem se alterando. Favorecida,

assim como na cerveja, pela conjuntura da economia brasileira e pela “nova” postura da Coca Cola (líder de mercado e *price maker*) de privilegiar as margens mesmo que em detrimento dos volumes, a AmBev vem apresentando melhoras substanciais neste segmento. Mesmo com o atual nível de sonogação (estima-se que um conjunto de pequenas empresas cujos refrigerantes são conhecidos como “tubainas” e que costumam operar com grande flexibilidade fiscal, sejam responsáveis por cerca de 30% do mercado de refrigerantes no Brasil) o negócio como um todo está melhorando muito. A margem EBITDA que era de 12,6% no primeiro trimestre de 2003 já estava em 32,4% no quarto trimestre de 2004. No mesmo período o EBITDA/hectolitro vendido passou de R\$ 8,9 para R\$ 24,7 respectivamente. Esta é mais uma das atividades da companhia que merece atenção e pode gerar surpresas positivas em 2005.

Concluindo, acreditamos que alguns ingredientes recentes, conjunturais e estruturais, podem contribuir para melhorar os resultados da AmBev no Brasil: i) a melhora do cenário econômico do país, estimulando o aumento da demanda por cerveja; ii) a implementação dos medidores de vazão, que deve inibir a sonogação de impostos que acirra a competição de forma desleal; e iii) a possibilidade de correção de preços que, aliás já vem acontecendo desde dezembro. E tudo isto, num momento em que a AmBev voltou a ter um *market share* próximo a 70% do volume de cerveja vendido no Brasil.

Canadá: Labatt

Desde a divulgação da transação, vimos estudando muito o mercado canadense de cervejas e a própria Labatt. Ainda não estamos no mesmo nível de conhecimento que temos do mercado brasileiro e da AmBev mas já nos sentimos bem mais confortáveis com o que foi possível aprender até agora. Já estivemos inclusive no Canadá o que é sempre muito importante quando se está analisando um mercado e uma cultura diferentes.

A Labatt divide a liderança do mercado de cerveja no Canadá com a Molson, ambas com participações de mercado próximas, variando entre 40% e 45%, nos últimos anos. Em 2003, a Labatt vendeu cerca de 9,2 milhões de hectolitros de cerveja, obteve faturamento líquido próximo a US\$ 1,2 bilhão e gerou um EBITDA de aproximadamente US\$ 420 milhões (CAN\$ 584 milhões) num ano onde uma greve de funcionários em Quebec (província que responde por cerca de 28% do volume da Labatt) acabou prejudicando os resultados operacionais

(6) Fonte: Sindicerv.

da companhia. Em 2004, o EBITDA da Labatt atingiu cerca de US\$ 500 milhões (CAN\$ 647 milhões). Para se ter uma idéia de tamanho no que tange ao segmento cerveja, a AmBev, por sua vez, vendeu somente no Brasil, no ano de 2004, 57,7 milhões de hectolitros, faturou US\$ 2,3 bilhão no país e seu EBITDA atingiu cerca de US\$ 1,0 bilhão.

A partir de setembro de 2004, a AmBev passou a deter oficialmente o comando das operações e a consolidar os resultados da Labatt em seu balanço. Uma equipe de funcionários da AmBev, liderada por seu ex-CEO Carlos Brito (faz parte do time desde o início da “nova” história da Brahma em 1989), partiu então para o Canadá, a fim de dar início às mudanças necessárias ao alcance das sinergias anunciadas, bem como à implementação da “cultura AmBev”. Na nossa opinião, este último ponto tem que ser monitorado com muita atenção.

O mercado canadense é maduro, razoavelmente controlado pelo governo e o “duopólio” parece estar bem estabelecido. Em países desenvolvidos, um mercado com estas características possui fundamentos muito distintos do mercado brasileiro. Por exemplo, na Labatt, a receita líquida por hectolitro de cerveja vendida no quarto trimestre de 2004 foi por volta de US\$ 150, enquanto no Brasil esta mesma receita é de aproximadamente US\$ 44. Além disso, ao contrário do Brasil, não é razoável esperar grandes variações de volume no Canadá.

Por estas razões, está claro para nós que para alcançar as metas e sinergias desejadas, a direção das ações executivas será para dentro da companhia e não para fora. A reformulação do processo produtivo através do programa de produtividade fabril, o orçamento base zero e, principalmente, a reformulação da estrutura de remuneração das pessoas, tornando-a semelhante à do Brasil serão, como foram na história da AmBev, ferramentas fundamentais para que sejam atingidos os objetivos. Determinante para o sucesso será a velocidade e eficácia da imposição/implementação da “cultura AmBev” dentro da Labatt. Assim como na InBev a tese é de mudança de cultura. Se for possível atingir um novo padrão de cultura corporativa, a companhia poderá obter mais do que as sinergias anunciadas, como mostra, inclusive, o histórico de aquisições recentes feitas pela companhia.

Como exemplo ilustrativo, vejamos o caso da aquisição da Quinsa: em maio de 2002, a AmBev adquiriu a Quinsa junto à família Bemberg através de uma operação que envolveu cai-

xa, ações e ativos. Por 37,5% do capital total da líder do mercado de cerveja na Argentina, a AmBev pagou cerca de US\$ 347 milhões mais seus próprios ativos no país e ainda assumiu US\$ 220 milhões em dívidas. Simplificando, a AmBev pagou, na época, um valor que avaliaria 100% da Quinsa em cerca de US\$ 1,15 bilhões. O EBITDA de 2002 foi de US\$ 91,5 milhões. Logo, o múltiplo pago foi 12,5 vezes, em linha com o da Labatt e mais alto do que o da própria AmBev na época. Ao final de 2003, já com a cultura AmBev prevalecendo, o EBITDA foi de US\$ 220 milhões o que teria reduzido o múltiplo de aquisição para 5,2 vezes). No ano de 2004, a Quinsa apresentou um EBITDA de US\$ 300 milhões. É claro que o sucesso desta aquisição também tem muito a ver com a forte recuperação da economia Argentina e a apreciação do peso mas este fator, em nossa opinião, aumenta o mérito da transação. Pois também é verdade que dificilmente outra cervejaria no mundo teria tido a coragem de fazer uma aquisição como esta, a um múltiplo tão alto num momento em que a economia do país ainda sofria fortemente os efeitos da moratória.

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até setembro de 2004

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	415,30%	204,81%	103,62%
36 meses	256,34%	153,40%	119,87%
24 meses	148,47%	155,23%	172,51%
12 meses	60,88%	51,48%	44,28%
3 meses	24,30%	16,99%	11,43%

Valordacotaem30/09/2004 = R\$ 76,063851620

Gente

No nosso modo de ver, uma das coisas mais importantes e imediatas que a aquisição da Labatt trouxe para a AmBev foi a possibilidade de dar maior utilização ao excelente quadro executivo da companhia. Já há algum tempo, a AmBev vinha sendo “exportadora” de talentos, ou seja, a formação de pessoas de qualidade e com a “cultura adequada” era maior que as oportunidades proporcionadas pelo negócio. Com a Labatt e, em menor proporção, com o crescimento das operações na América Latina, os horizontes se expandiram muito. O novo CEO da Labatt está com a empresa desde 1989 quando o controle foi adquirido pelos sócios do Banco Garantia. Junto com ele, pelas informações que temos, foram 3 pessoas da AmBev. O novo CFO da InBev foi *trainee* da AmBev e levou com ele uma equipe de 27 pessoas. Estas mudanças abriram muito espaço no Brasil – o novo CEO das operações brasileiras também é um ex *trainee* – e foram muito positivas para a cultura da

empresa que, em nossa opinião, sempre foi uma importante vantagem comparativa da AmBev.

Um dos pontos negativos que nos incomodou particularmente na operação foi o fato de que a grande maioria das ações ou opções de compra de ações que os colaboradores (para usar uma palavra da moda) da AmBev possuíam eram preferenciais. O moral da empresa poderia ter sido afetado pela repercussão ruim da operação no mercado, também acionista detentor de ações preferenciais. Era razoável, naquele momento, que tivessem uma certa sensação de terem sido deixados para trás e isto trouxesse um desânimo geral. Já na Carta Dynamo 40, fizemos um alerta sobre esta nossa preocupação: “... e se as pessoas que fazem a diferença na empresa continuarão com a mesma motivação de antes”. Curiosamente, na defesa de que a transação era boa para todos os acionistas, o fato de que tantos executivos possuíam lotes expressivos de ações preferenciais foi um dos argumentos mais fortes enfatizados pela empresa. Talvez até resultado desta convicção da companhia e certamente por conta da abertura de novas oportunidades profissionais, o fato é que o clima de motivação e entusiasmo dentro da empresa, após o susto inicial, voltou com força, e este é, provavelmente, o fator não quantitativo de maior relevância em nossa análise.

Aspectos Financeiros

Com a Labatt, a AmBev passa a ter parte considerável de sua geração de caixa em moeda forte (dólar canadense), o que gera implicações favoráveis na redução da necessidade de *hedge* cambial operacional. Também diminui a exposição da companhia à geração de caixa em países emergentes, sempre mais volátil. Esta nova realidade gera, sem dúvida, uma importante redução do seu custo de capital.

De fato, em dezembro de 2004, a Standard & Poor’s Ratings Services elevou as classificações de risco da AmBev em moeda local e estrangeira. Com a elevação na classificação em moeda estrangeira, a AmBev se tornou a primeira companhia brasileira a atingir o status de Grau de Investimento (“*Investment Grade*”), superando a classificação do risco soberano. A redução do custo de capital permitirá à empresa trabalhar com uma estrutura de capital próxima ao ideal, aumentando sua capacidade de alavancagem com capital de terceiros. Uma medida dessa estrutura ótima de capital é a relação dívida líquida/EBITDA. Estimamos que a dívida líquida do quarto trimestre de 2004 seja próxima ao EBITDA que a AmBev pode gerar

ao longo de 2005. A empresa tem manifestado que, a partir da incorporação da Labatt, será possível (porém não necessariamente uma meta) manter uma relação dívida líquida/EBITDA ao redor de 1,4 (acima do atual 1,2 vezes o EBITDA pró-forma de 2004). Para atingir este nível, a AmBev teria disponível para distribuição de dividendos e/ou juros sobre capital próprio, recompra de suas próprias ações ou realização de aquisições. Um valor próximo a R\$ 6,5 bilhões nos próximos 12 meses.

Este alto fluxo de caixa livre nos remete a um risco que os investidores tendem a atribuir, no caso em questão, uma importância maior do que nós. Caso a InBev decida que a AmBev deva utilizar este caixa para fazer alguma aquisição relevante, os *valuations* elevados pagos por compra de controle (substanciados em múltiplos altos em transações privadas de companhias de consumo no mundo) podem fazer com que suas ações se desvalorizem no Brasil. Acres-

ditamos que, de fato, isto poderá ocorrer até que o mercado seja capaz de analisar as conseqüências da transação. Contudo, mais uma vez, o assunto precisa ser analisado caso a caso. Nossa visão é de que continua existindo um adequado alinhamento de interesses. O sistema de remuneração da empresa, fortemente atrelado ao EVA™, o expressivo percentual de ações devido pelo *management* (cerca de 8% das preferenciais ou algo como US\$ 740 mm⁷), bem como a relevância da AmBev para a InBev, sugerem que a disciplina nas aquisições deverá continuar prevalecendo. Vamos até um pouco além. Antes da formação da InBev, a história da Interbrew era de muitas e complicadas aquisições com pouco foco no retorno sobre o capital investido. Dada a dinâmica da operação, o histórico dos ex-controladores da AmBev e o atual discurso oficial da InBev a lógica parece ser outra também na Bélgica. A busca agora é por retorno e não somente por crescimento, o que pare-

ce ser ratificado pelo recente anúncio público de que a empresa não estaria negociando a compra da maior cervejaria colombiana, Bavaria, que aparentemente está a venda. Caso a decisão a respeito do destino do fluxo de caixa gerado em 2005 seja por dividendos ou recompra de ações, a AmBev deverá "devolver" recursos para os acionistas em montante significativo, resultando num *yield* bastante interessante, embora não necessariamente recorrente.

Em síntese, e por hora, estamos otimistas com o desempenho operacional da AmBev, empurrado pela excelência de sua gestão e pelas boas condições do negócio. E, além disso, a ação tem agora uma característica mais defensiva em função da existência da própria Labatt. Este novo fator nos parece atraente especialmente no mercado brasileiro que subiu tanto nos últimos 2,5 anos.

Rio de Janeiro, 10 de março de 2005.

(7) Informações constantes na apresentação da AmBev feita para investidores em março de 2004 considerando o preço por ação de R\$ 800,00.

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	1001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1034,53	-	-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	1101,05	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	1201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 213.177.085,18

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes 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, visite nosso site: www.dynamo.com.br

Se você quiser conhecer um pouco mais da Dynamo, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

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