

RELATÓRIO DE GESTÃO

1º Trimestre 2010



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Edge Investimentos, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Não obstante a diligência do gestor em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do fundo está, por sua própria natureza, sujeita às flutuações de preços/cotações de seus ativos, além de riscos de crédito e liquidez, o que pode acarretar perda patrimonial do fundo. Nos fundos geridos pela Edge Investimentos, a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Visando o atendimento ao exigido pela Lei nº 9.613/98, quando do ingresso no fundo, cada cotista deverá nos fornecer cópias de seus documentos de identificação, entre outros documentos cadastrais. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

Índice

Divulgação da Performance Passada.....	3
Composição de Carteira e Representação Gráfica da Performance	4
Comentários da Equipe de Gestão	5
Investimentos e Desinvestimentos	5
Risco.....	5
Resultado das Empresas Investidas.....	7
Marcopolo	7
Contax.....	8
Grendene.....	9
Bematech.....	10
Cia. Providência	11
American Banknote	12
Setor de <i>Utilities</i>	13
Usiminas – Alienação de Investimento	14
Outros Assuntos	15
Volatilidade, Decisão de Alocação e Empathy Gap	15

Divulgação da Performance Passada

O Edge Value FIA apresentou uma rentabilidade de 3,62% no primeiro trimestre de 2010. No mesmo período o Ibovespa e o FGV100 apresentaram uma rentabilidade de 2,59% e 3,14%, respectivamente.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2004, o retorno acumulado do Clube San Francisco (Atual Edge Value FIA) é de 358,28%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 253,18% e do FGV 100 foi de 223,28%.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2006, o retorno acumulado do Clube Triumph (Incorporado pelo Edge Value FIA) foi de 235,9%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 90,75% e do FGV 100 foi de 118,07%.

Período	Edge Value FIA (incorporou o Clube Triumph em 25/08/08)	Clube Triumph (incorporado pelo Edge Value em 25/08/08)	FGV100	IBOVESPA
Março 2010	0,89%	-	4,31%	5,82%
Fevereiro 2010	0,91%	-	1,73%	1,68%
Janeiro 2010	1,77%	-	-2,81%	-4,65%
12 meses	84,43%	-	85,97%	71,95%
YTD 2010	3,62%	-	3,14%	2,60%
2009	85,79%	-	87,65%	82,66%
2008	-27,18%	-26,29%	-34,09%	-41,22%
2007	40,30%	54,66%	40,06%	43,68%
2006	33,13%	52,89%	31,55%	33,73%
2005	29,24%	N/A	15,15%	27,06%
Desde o Início (15/04/2004)	358,28%	-	253,18%	223,28%
Retorno Anualizado	32,89%	-	28,38%	28,03%
Patrimônio Líquido¹	R\$25.202.135,25			

Edge Value FIA

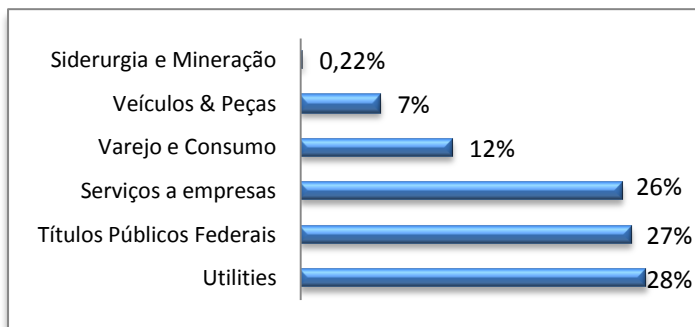
Maior alta mensal	18,30%
Maior queda mensal	-19,50%

Dados de 15/04/2004 até 13/01/2009 referem-se ao Clube de Investimento Edge Value (antigo clube San Francisco e incorporador do Clube Triumph). Data de conversão para Edge Value FIA foi em 14/01/2009.

¹ Valor em 31/03/2010. O patrimônio médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 17.018.442,96.

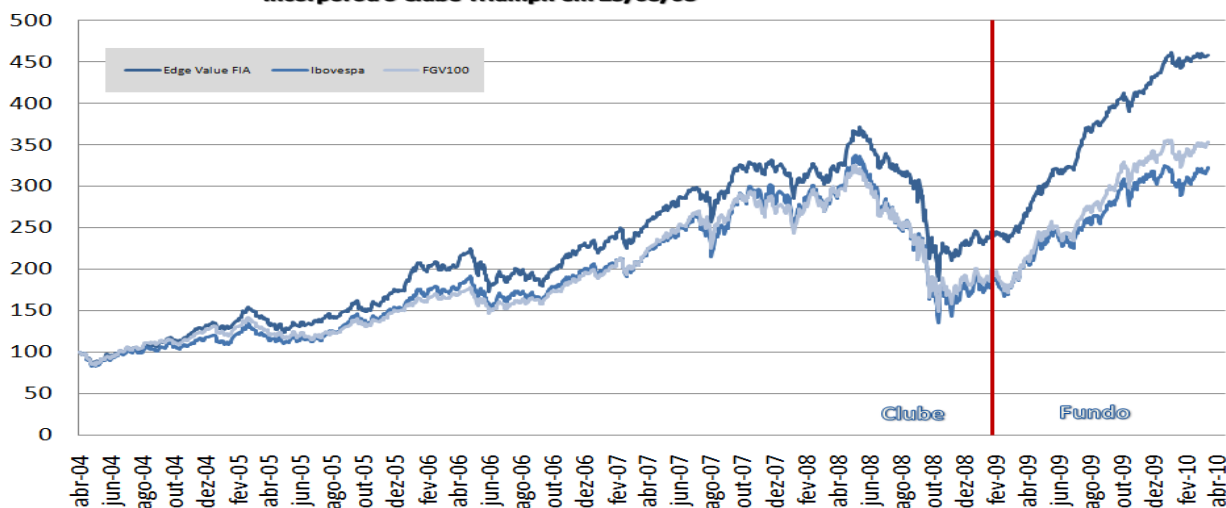
Composição de Carteira e Representação Gráfica da Performance

Em março de 2010, nossa carteira era composta por 11 ações, divididas da seguinte forma:

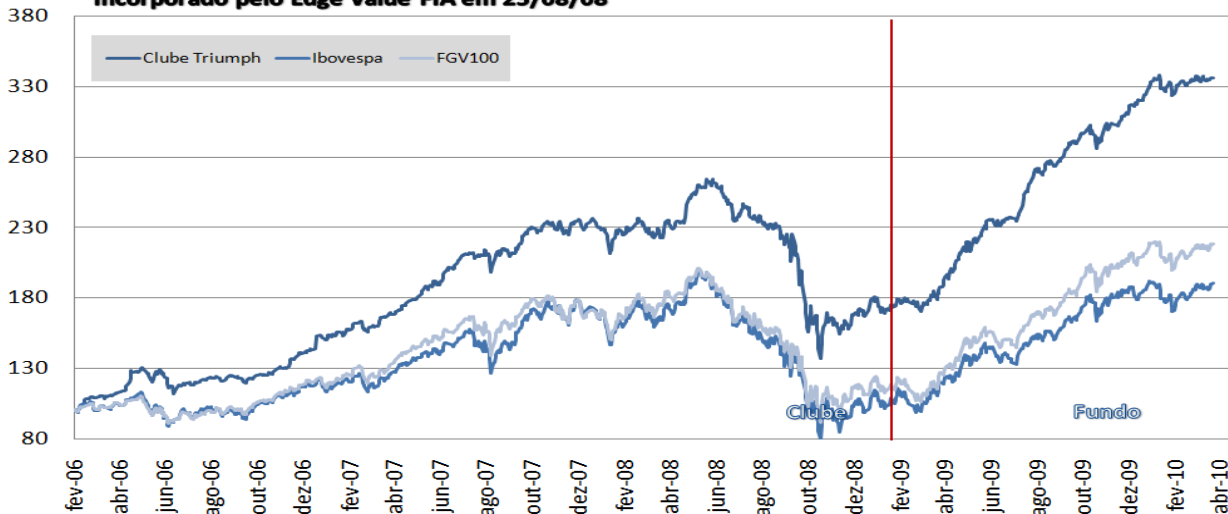


Valor de Mercado das Companhias (R\$)	Número de Empresas	% dos Ativos
Até R\$ 1 bilhão	3	20,75%
Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 5 bilhões	5	41,00%
Acima de R\$ 5 bilhões	3	11,43%

Performance Base 100 - Edge Value FIA (antigo Clube San Francisco)
 Incorporou o Clube Triumph em 25/08/08



Performance Base 100 - Clube Triumph
 Incorporado pelo Edge Value FIA em 25/08/08



(1) As linhas em vermelho representam a data da transformação dos clubes San Francisco e Triumph em fundo (15/01/2009).

Comentários da Equipe de Gestão

Investimentos e Desinvestimentos

No trimestre realizamos duas operações relevantes na carteira. No mês de março, alienamos completamente nosso investimento em Usiminas, como consequência da forte apreciação do valor de mercado da empresa que, em nossa opinião, já não oferece margem de segurança adequada considerando os riscos do negócio.

Ainda no final de março, começamos o processo de aquisição de uma nova empresa para a carteira, que possui um significativo portfólio de ativos valiosos, gestão competente e alta previsibilidade de geração operacional de caixa. No próximo relatório detalharemos o racional deste investimento.

Finalizadas estas duas operações, estimamos que ainda teremos aproximadamente 20% do Patrimônio Líquido do Edge Value FIA investidos indiretamente em títulos públicos federais, para serem alocados oportunamente, em ações cujo retorno esperado seja suficiente para justificar o risco incorrido.

Risco

A palavra “risco” é recorrente em nossos relatórios. Em nossas reuniões com clientes, costumamos comentar que analisamos primeiro os riscos, depois os retornos possíveis. Na Edge, acreditamos que nossa principal função como investidor é proteger o capital de perdas permanentes. Esta visão conservadora, na verdade, não é característica exclusiva nossa, à medida que a própria filosofia de *value investing* tem na análise de riscos a espinha dorsal do processo de investimento.

“An investment operation is one which, upon thorough analysis promises safety of principal and an adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”²

Do livro, Graham and Dodd’s Security Analysis, 1934.

A análise de riscos embutida neste processo, porém, é bastante distinta da visão de risco normalmente utilizada pelo mercado, que confia excessivamente em ferramentas numéricas e estatísticas para mensurar o risco. Tais conceitos, elegantes em sua matemática e precisão, são baseados em hipóteses que, na prática, não se aplicam.

Conseqüentemente, muitos dos indicadores comumente analisados pelo mercado são, na verdade, de pouca utilidade para nós. O uso de volatilidade como medida de risco não faz sentido quando os prazos são suficientemente longos; a confiança em excesso nos preços-alvo traz falsa precisão às estimativas incertas; e a análise de alpha, beta e *tracking error* desvia o foco do retorno absoluto no longo prazo e induz à busca pela melhor *performance* relativa de curto prazo.

Em livro publicado recentemente, o investidor James Montier abordou, de forma brilhante, quais são os riscos que realmente importam a um investidor de longo prazo. Basicamente, seu modelo divide o risco total de um investimento em três tipos de riscos claramente definidos. A atenta observação destes pontos contribui significativamente na prevenção de perdas permanentes de capital.

²“Operações de investimento são aquelas que, após completa análise dos fatos, prometem segurança do principal e retorno adequado. Operações não atendendo a estes requisitos são especulativas”.

O primeiro tipo de risco ele chama de *business risk*, ou **risco do negócio**, que é o risco inerente às operações da empresa e ao ambiente no qual ela está inserida. Alterações nas condições econômicas em geral e os movimentos dos concorrentes, fornecedores e clientes podem alterar permanentemente a capacidade de um negócio gerar retornos satisfatórios no capital empregado. Alguns setores e negócios são mais suscetíveis à ação destas forças, enquanto outros são relativamente “blindados” à movimentação da concorrência. Em geral, quanto mais global for o mercado de atuação (tanto em geografia quanto escopo), mais difícil é o estabelecimento de barreiras à entrada.

O segundo tipo é o **risco do balanço patrimonial**, que é o risco da empresa não conseguir obter os recursos financeiros para cumprir suas obrigações de curto prazo. Este risco costuma ser negligenciado nos momentos de crédito fácil, mas volta para assombrar os investidores de tempos em tempos.

Finalmente, a terceira subdivisão é chamada de **risco de valuation**. De forma bem simples, este é o risco de se pagar caro demais por algum ativo. E, curiosamente (ou não), os maiores *valuation risks* costumam se esconder nos setores com passado recente brilhante, futuro promissor e conseqüentes múltiplos elevados.

Em março de 2000 era claro para o mercado que a Cisco Systems seria o grande vencedor do mercado de infraestrutura para Internet e transmissão de dados. Com 40% de *market share* em *hubs*, roteadores e outros equipamentos de transmissão de dados, a empresa crescia assustadoramente. E não era só crescimento de receita. O negócio era bastante rentável. Além disso, a administração da empresa era considerada excelente pelo mercado e imprensa, que escreveu inúmeros artigos e pelo menos dois livros, do qual destacamos “*John Chambers and the Cisco way*”. Como era de se esperar, o valor de mercado do negócio acompanhava as boas notícias.

Será que Cisco foi um bom investimento para quem comprou o histórico de sucesso, sem atenção ao enorme risco de *valuation*? Vejamos.

Em março de 2000, a empresa valia USD 555 bilhões. Em março de 2010 a empresa estava avaliada em USD 150 bilhões no mercado. Uma queda de 73%. Observem porém, que, nestes 10 anos o negócio continuou a crescer e dar lucro. Em 2000 a receita líquida realizada foi de USD 19 bilhões. Em 2009 foi de USD 36 bilhões. Cisco era um ótimo negócio, mas um mau investimento. E a diferença era apenas o preço pago.

Atualmente, não temos nenhum caso tão extremo quanto Cisco em nossa bolsa de valores. Todavia, acreditamos que as expectativas embutidas em alguns setores e empresas excedem sua realidade econômica de longo prazo e que o *valuation risk* da Bovespa está longe de ser desprezível.

Finalmente, no que tange à carteira do Edge Value FIA, nossos riscos parecem bastante controlados. Nosso risco de balanço é baixíssimo. Das onze empresas em carteira, quatro têm caixa líquido ou nenhuma dívida. Das sete restantes, a alavancagem é bastante baixa, com índice de dívida líquida/EBTIDA médio de 1,03x. Em termos de *business risk* estamos confortáveis, concentrados em negócios estáveis, em sua maioria previsíveis, líderes em nichos ou geografias restritas e pouco correlacionados com a atividade econômica mundial. Nossa exposição atual a *commodities* metálicas é zero. Finalmente, quanto ao *valuation risk*, nossas companhias em geral negociam com expectativas razoáveis implícitas em seus valores de mercado. Na média, nossa carteira negocia a um múltiplo de 6,3x EBTIDA e 10,1x Lucro Líquido realizados em 2009.

Resultado das Empresas Investidas

Marcopolo

Como consequência da recente crise mundial, o ano de 2009 começou com uma forte retração na demanda por ônibus, que se prolongou até o último trimestre do ano. O volume total produzido pela indústria brasileira de carrocerias no ano passado foi de 25,6 mil unidades, uma retração de 28%.

Para a Marcopolo, o ano que se encerrou também não foi fácil sob a ótica da demanda, que permaneceu fraca durante os primeiros três trimestres do ano. A situação de mercado foi ainda agravada pelas indefinições governamentais quanto à renovação das concessões das linhas interestaduais, o que impacta diretamente o negócio de ônibus rodoviários, de melhores margens.

No mercado externo, o panorama não foi muito diferente, com demanda 53% inferior no México, fraca no resto da América Latina e zerada na Rússia. Índia e África do Sul apresentaram desempenho um pouco melhor.

Para se adaptar ao mercado retraído, a empresa tomou rapidamente diversas medidas de aumento de produtividade, como fechamento de plantas ineficientes, concessão de férias coletivas e negociação para redução da jornada de trabalho.

No ano, apesar da queda de 18% na receita líquida, o lucro líquido cresceu e o EBTIDA ficou estável, em R\$ 136 milhões e R\$ 208 milhões, respectivamente.

Para 2010 espera-se um cenário mais fácil em termos de demanda, tanto no mercado interno quanto globalmente. No mercado local, a fábrica de Caxias do Sul já tem 100% da produção contratada até meados do mês de junho. Esperamos ainda que, neste ano, a participação de mercado da Marcopolo em rodoviários cresça expressivamente, em virtude das dificuldades financeiras da Busscar, sua maior concorrente, e do lançamento do G7, novo modelo de carroceria que consumiu três anos de pesquisas e R\$ 30 milhões de investimento, e está entre os mais modernos do mundo.

Quanto aos outros mercados, acreditamos que bons resultados virão da África do Sul, com forte demanda já contratada em função da Copa do Mundo, e do mercado indiano, que está surpreendendo pela demanda por carrocerias de maior valor agregado, com piso baixo, cujo preço médio é quatro vezes superior ao do Starbus, veículo mais simples oferecido naquele mercado.

Marcopolo representa 7% do Edge Value FIA. Recentemente, reduzimos a exposição do fundo como consequência da valorização da empresa em bolsa.

Contax

Os administradores da Contax continuam nos surpreendendo com um belo trabalho.

Em 2009, a receita líquida da empresa atingiu R\$ 2,2 bilhões, 22% superior à receita de 2008. O EBTIDA realizado no ano foi de R\$ 339 milhões e o lucro líquido totalizou R\$ 140 milhões, 38% e 51% superior a 2008, respectivamente.

Os indicadores operacionais foram igualmente bons. Ganhos de eficiência provenientes de melhor planejamento de tráfego e *benchmarking* entre as diversas operações permitiram à empresa atingir uma eficiência em custos dificilmente replicável pela concorrência.

No final de 2009 visitamos um concorrente de Contax, que está entre os cinco maiores operadores de *call center* do país. Depois de um bom tempo discutindo as perspectivas setoriais, ele nos confessou a dificuldade que enfrenta em vencer a Contax (e a Atento) em disputas de grandes contratos. “Quando eles querem, são imbatíveis no preço”.

E, tamanha é a diferença de produtividade que, mesmo imbatíveis no preço, as margens operacionais são mais do que o dobro do concorrente em questão. A margem EBITDA no ano de 2009, a propósito, foi de 15,7%, bastante superior à margem do ano passado. Este nível de margem, porém, não nos parece ser recorrente no longo prazo.

Outros desenvolvimentos importantes do ano foram a renovação (e ampliação do escopo) do contrato com a Orbitall e o início das operações da TODO!, empresa responsável pelo fornecimento de soluções e infraestrutura para *contact centers* (com esta empresa a Contax poderá atingir as grandes empresas que preferem não terceirizar o atendimento ao cliente).

Quanto aos riscos do negócio, destacamos a recente decisão da 4ª Turma do Tribunal Regional do Trabalho de MG, que proibiu a TIM de terceirizar o seu *call center*. Segundo entendimento do relator do caso, a Lei Geral das Telecomunicações, que permite a contratação de terceiros para atendimento ao cliente, é conflitante com a Súmula 331 do TST, que trata de terceirização e vínculo empregatício. A TIM irá recorrer ao TST. Estamos acompanhando de perto esta ação (e outras semelhantes).

Contax representa 12% da carteira do Edge Value FIA.

Grendene

O ano passado foi excelente em termos de demanda de calçados e crescimento de receita, porém as margens ficaram abaixo do normal.

No início de 2009, para contrapor a uma eventual contração nos pedidos em função da crise global, a empresa adotou a estratégia de oferecer um mix de produtos de maior valor agregado, sem aumento nos preços. A estratégia, do ponto de vista das vendas, foi um sucesso.

A demanda pelos calçados foi muito maior do que o estimado e alguns gargalos produtivos apareceram, principalmente no segmento *full plastic*, que é o segmento de calçado totalmente injetado. Foram necessárias horas extras, três turnos e compra de novas máquinas, impactando o custo do produto.

Como, uma vez lançada a coleção, não é recomendável alterar a precificação dos produtos, a empresa passou a coleção inteira operando com preço inadequado aos custos e margens inferiores. Naturalmente, este problema não é estrutural nem recorrente, e esperamos que as margens retornem ao normal à medida que as coleções de 2010 forem lançadas.

Aos números: em 2009, a empresa vendeu 165 milhões de pares, um crescimento de 3,16% em comparação ao ano passado. Do total, cerca de 117,4 milhões de pares foram vendidos para o mercado interno e 48,3 milhões para o mercado externo, representando um crescimento de 19,4% e 0,9% respectivamente. A Receita Líquida foi de R\$ 1,581 bilhão com crescimento de 16,7%, e obteve um EBITDA de R\$ 238 milhões com uma queda de 6%, e um Lucro Líquido de R\$ 272,2 milhões, com crescimento de 13,7%.

Quanto a novos investimentos, a Grendene hoje estuda antecipar para 2010 a expansão de sua capacidade produtiva. Esta ampliação, que poderá ser feita em alguma fábrica atual ou em *greenfield*, deverá trazer consigo a extensão de alguns benefícios fiscais relevantes.

Grendene representa 5% do Edge Value FIA.

Bematech

Com a divulgação dos resultados do quarto trimestre foram confirmadas as nossas expectativas com relação à melhora dos fundamentos e resultados da companhia ao longo do ano. As perspectivas para a companhia são favoráveis e temos confiança que os ajustes realizados ao longo de 2009 trarão melhores resultados.

Como investidores de longo prazo, temos a clara noção que há um descompasso entre a velocidade que as coisas acontecem no mercado financeiro e na economia real. Focados no dia a dia do mercado (ou até minuto a minuto), os agentes tendem a penalizar excessivamente qualquer sinal de má performance das empresas, sejam elas temporárias ou permanentes. No caso de Bematech, acreditávamos que os fundamentos permaneciam inalterados, então preferimos dar tempo ao tempo.

Aos números: o Faturamento Líquido foi recorde em 2009, totalizando R\$ 330M e representando um crescimento de 4%. Os segmentos de software e serviços foram os que apresentaram maior crescimento ano contra ano, de 35% e 20%, respectivamente. Como resultado do desempenho desses segmentos, as receitas recorrentes atingiram R\$ 89M, totalizando 27% das vendas da companhia.

Em Hardware - carro chefe da companhia - apesar do primeiro semestre muito fraco, o resultado foi razoavelmente bom. No ano todo, a Bematech vendeu 115.951 impressoras fiscais, representando um crescimento de 12%. O Mix de hardware também melhorou, com vendas de 26.000 unidades de CPUs e micro-terminais em linha com a estratégia de diversificação do mix de hardware. Em Reais, a receita foi 2,4% menor do que a do ano passado, o que pode ser explicado pelo preço menor de venda no primeiro semestre e também pela alteração no canal de venda, com a entrada do novo operador logístico.

Finalmente, quanto às margens, 2009 foi um ano de recuperação, após o péssimo resultado do primeiro trimestre. A margem EBITDA cresceu de 6%, no primeiro trimestre, para 20,7% no quarto trimestre, retornando aos níveis recorrentes da companhia.

Continuamos confiantes com o nosso investimento em Bematech e com as perspectivas futuras para a companhia. O ano de 2009 foi desafiador e de muitas mudanças relevantes, incluindo a saída de Marcel Malczewski da presidência executiva da empresa. O negócio hoje nos parece mais “redondo” e focado em custos. Acreditamos que os frutos serão colhidos a partir de 2010.

Cia. Providência

2009 foi o primeiro ano com resultados exclusivamente gerados pelo segmento de não-tecidos, após a venda, em setembro de 2008, do negócio de PVC.

Os números da empresa vieram dentro do esperado. No ano, o volume total de não-tecidos vendido foi de 71,3 mil toneladas, gerando R\$ 412 milhões de receita líquida e R\$ 120 milhões de fluxo de caixa operacional.

No curto prazo, o negócio de não-tecidos é previsível, à medida que a demanda, composta basicamente por fraldas, absorventes e descartáveis médicos, é relativamente estável e qualquer variação no preço de insumos costuma ser repassada ao produto final. No longo prazo, a previsibilidade é menor, já que novos investimentos em capacidade produtiva (a custos baixos) por parte da concorrência podem prejudicar o equilíbrio entre oferta e demanda do setor, deslocando poder para as mãos dos compradores de não-tecidos.

Quanto a novos investimentos, a Providência anunciou no ano passado um relevante aumento de capacidade nos EUA, que objetiva atender o crescente mercado de produtos médicos e fraldas geriátricas. A empresa deverá investir nos próximos meses o valor total de USD 80 milhões, com financiamento bastante atrativo concedido por instituições internacionais de fomento. O investimento nos parece bastante seguro, visto que a empresa já possui forte carteira de clientes nos EUA e exportou aproximadamente 10 mil toneladas no ano passado.

Finalmente, acreditamos que o *valuation* em mercado continua bastante atrativo. O *enterprise value* da empresa equivale a apenas 6x a geração operacional de caixa do ano passado. Soma-se a este valuation boas perspectivas em relação à oferta e demanda futura, com mercado comprador crescente e oferta limitada. Nos próximos dois anos, apenas duas novas máquinas de não-tecidos entrarão em funcionamento no continente americano: uma da Providência e outra da Fiberweb.

Providência representa 7,5% da carteira do Edge Value FIA.

American Banknote

O ano de 2009 foi muito difícil para a companhia. Do ponto de vista operacional, os negócios de cartões e serviços gráficos entregaram um resultado bem abaixo do esperado, prejudicando o resultado consolidado da companhia. Pela primeira vez em dez anos, nenhum executivo da empresa ganhou bônus.

Na divisão de cartões a companhia foi surpreendida pela forte queda na demanda por cartões indutivos usados na telefonia pública. O volume total de cartões vendidos foi de 535,7 milhões, uma queda de 32% em relação a 2008. Já o faturamento do segmento caiu 5,4%, apenas. Esta diferença pode ser explicada pelo crescimento da produção de *smart cards* – cartões com chip – que têm um preço unitário muito superior ao cartão magnético. Acreditamos que, a despeito da morte gradual do segmento de cartões indutivos, a divisão de cartões deve voltar a apresentar resultados crescentes à medida que os negócios de *smart cards* financeiros e *SIM Cards* para telefone celular ganhem tração.

Na divisão da gráfica, a companhia teve sérios problemas operacionais na sua gráfica geral com a mudança para Sorocaba. Como consequência, o EBITDA da gráfica em 2009 foi de R\$ 20M, representando uma queda de 39% e uma margem de 7,4%. Várias medidas foram tomadas pela companhia para melhorar a operação da gráfica geral, incluindo a troca do principal executivo e renegociação com clientes de alguns contratos mal precificados. Por serem problemas meramente de execução, estimamos que até o final do ano as margens da gráfica já tenham voltado a patamares normais.

Finalmente, a divisão de sistemas de identificação apresentou resultados excelentes, apesar do cenário mais competitivo. O preço médio por documento cedeu 13%, atingindo um valor de R\$ 12,33. No ano, a ABnote emitiu 15,4 milhões de documentos, 16% acima do ano anterior.

Em termos consolidados, a Receita Líquida da empresa foi de R\$ 707 milhões em 2009, representando um crescimento de 4,1%. Com margens piores, o EBITDA realizado foi de R\$ 145 milhões, 12% inferior ao ano passado.

Quanto à alocação do fundo, temos mantido ABnote limitada a 7,5% do patrimônio do Edge Value. Temos bastante confiança na capacidade de execução dos administradores da empresa, que entregaram um ótimo histórico de resultados nos últimos 10 anos. Acreditamos que, mesmo com as dificuldades agora enfrentadas, o valor de mercado da empresa não captura o valor justo do negócio.

Setor de *Utilities*

Como é característico do setor, o ano de 2009 não trouxe grandes novidades para Eletropaulo, Coelce, Comgás e AES Tietê.

Em geral, o nível de demanda por gás e energia permaneceu estável ao longo do ano nas classes residencial e comercial. O setor industrial foi um pouco mais impactado, à medida que diversas indústrias reduziram bastante a produção no início do ano para se adequar à menor demanda pós-crise.

De nossos investimentos o que mais sofreu foi Comgás, com mais de 70% do volume destinado a clientes industriais. Em adição à menor demanda, a empresa sofreu em 2009 o processo de revisão tarifária, que reduziu a margem máxima autorizada pelo agente regulador. Como consequência destes dois efeitos, a geração de caixa em 2009 foi inferior a 2008. Em 2010, acreditamos que os volumes e a rentabilidade retornarão para os níveis anteriores. Nos 12 meses encerrados em dezembro, o valor de mercado de Comgás cresceu apenas 2%, enquanto o Ibovespa se valorizou em 83%. Este valor, em nossa opinião, não reflete o valor intrínseco do negócio e, por isso, aumentamos a participação de Comgás para 10% da carteira do Edge Value FIA.

No que tange ao setor de distribuição de energia, os resultados gerados pelos investimentos foram bastante satisfatórios. No ano de 2009, os valores de mercado de Eletropaulo e Coelce cresceram em 36% e 40%, respectivamente. Adicionalmente, como acionistas, recebemos fartos dividendos em relação ao exercício de 2009. Usando a cotação média do ano, o *dividend yield* de Eletropaulo foi próximo a 20%, enquanto o de Coelce foi de 11%.

No final do ano, reduzimos um pouco nossa exposição à Eletropaulo, que hoje representa 4% do Edge Value FIA. A Colce representa 7,5% do fundo.

Finalmente, em relação à AES Tietê, que tem 100% de sua energia gerada vendida para a Eletropaulo, não houve surpresas. Tanto o volume vendido quanto a geração de caixa vieram de acordo com o esperado. No ano, o *dividend yield* foi de 12,5%. Esperamos a manutenção desta política até o término do contrato com a Eletropaulo e, até lá, deveremos continuar obtendo um free cash flow yield real de 12%. AES Tiete representa 7,5% da carteira do Edge Value FIA.

Usiminas – Alienação de Investimento

Nosso investimento em Usiminas foi realizado durante a crise de 2008, quando a percepção de risco era muito elevada. Quando começamos a comprar, a ação já havia se desvalorizado em 60% de sua cotação máxima e, após nossa primeira compra a R\$ 40 a ação caiu mais 50%, para R\$20.

Na ocasião, o mercado estava muito pessimista. Além da certeza quanto às dificuldades que o setor enfrentaria no curto prazo, acreditava-se que a demanda mundial por aço permaneceria anêmica por muitos anos, principalmente aquela oriunda da América do Norte e Europa. Havia, portanto, grande incerteza sobre qual seria o preço de equilíbrio do aço (e de seus insumos) nesta nova realidade.

Naturalmente, quando decidimos fazer o investimento estávamos cientes das dificuldades de curto prazo, principalmente no ano de 2009 e 2010. Todavia, discordávamos com a visão de longo prazo embutida nos preços. Nosso racional era que o preço de mercado oferecia enorme desconto sobre qualquer métrica de *valuation* imaginável, fosse ela custo de reposição, valor de transações comparáveis ou fluxo de caixa futuro descontado, considerando a geração recorrente de caixa do negócio, muito inferior àquela apresentada nos anos anteriores.

Passados 18 meses de nosso investimento, o período mais crítico parece ter ficado para trás. Após um primeiro semestre muito difícil, com volumes produtivos quase 50% inferiores a média dos últimos anos e margens fraquíssimas, a empresa apresentou resultados sensivelmente melhores nos últimos meses. Mantido o crescimento estimado da economia brasileira, 2010 deverá ser um ano de recuperação forte para a empresa.

Naturalmente, o mercado reagiu rapidamente. De sua cotação mais baixa, em 2008, até agora, Usiminas ON apresentou valorização de 230%, com valor de mercado atingindo R\$ 31 bilhões em março deste ano.

Neste *valuation*, nossa margem de segurança ficou pequena demais, principalmente para este setor que apresenta um elevado risco de negócio.

Conseqüentemente, alienamos nosso investimento em Usiminas no final do mês de março. Considerando os dividendos e o ganho de capital, o retorno obtido com o investimento foi de aproximadamente 35% ao ano.

Após esta alienação, reduzimos a zero a exposição do Edge Value FIA às *commodities* metálicas.



³ Gráfico com a evolução do valor de mercado da Usiminas.

Outros Assuntos

Volatilidade, Decisão de Alocação e “Empathy Gap”

Em nosso texto sobre risco, no início desta carta, ignoramos o tema Volatilidade. Afinal, para o investidor com o horizonte de investimento adequado, a volatilidade de mercado representa uma boa oportunidade para investir (ou desinvestir) em condições favoráveis.

Entretanto, para a maioria da população, esta premissa não é verdadeira. Para o investidor menos experiente, a volatilidade é um risco relevante, pois ela influencia, inconscientemente, seu processo decisório. Por incrível que pareça, a aversão a risco não é uma variável estática. Muito pelo contrário, ela é extremamente dependente do contexto atual. Assim, a alocação em bolsa que parece ser confortável em momentos como o atual, pode ser extremamente angustiante em um mercado de preços declinantes. Infelizmente, o sujeito normalmente só se dá conta disso quando é tarde demais, e decide “reduzir o risco” (e acabar com a angústia) na hora errada.

O nome científico usado para descrever este fenômeno é “Hot-Cold Empathy Gap”. Basicamente, a teoria prega que o ser humano, em estado calmo (cold), subestima a influência que suas emoções terão no processo de tomada de decisão em momentos de stress (hot).

Alguns nutricionistas, por exemplo, recomendam que as pessoas acima do peso vão ao mercado após uma bela refeição, nunca com fome. A técnica funciona porque, quando estamos de barriga cheia, temos enorme dificuldade de projetar quando sentiremos fome novamente.

Outro exemplo interessante foi demonstrado em um estudo com fumantes realizado por Michael Sayette e George Lowenstein. Neste experimento, 98 fumantes teriam que prever quão fácil seria parar de fumar. Uma parte dos fumantes projetaria a facilidade de largar o cigarro após um longo período sem fumar. A outra parte iria fazer a projeção logo após fumar um cigarro. Como era de se esperar, o segundo grupo claramente subestimou a dificuldade de parar de fumar. Sem fome é fácil pensar em dieta. Após fumar um cigarrinho, parar não parece tão difícil. Após 18 meses de alta, todos se acham preparados para enfrentar a próxima crise com alocação relevante em ativos de risco.

Então, aí vai o alerta. Somos mais humanos e menos racionais do que pensamos. Na crise, nossas emoções provavelmente importarão mais do que projetamos agora. Portanto, aloquem em bolsa conservadoramente.

Obrigado pela confiança

Equipe de Gestão Edge Investimentos