

RELATÓRIO DE GESTÃO

4º 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 Performance.....	4
Comentários da Equipe de Gestão	5
Desempenho em 2010	5
Desempenho de longo prazo.....	5
Alterações no Portfólio.....	6
Empresas Investidas	6
ABnote – Alteração de nome para Valid	6
São Carlos – Reavaliação dos ativos	7
Contax – Novo CEO.....	7
Redecard – Novo Investimento	7
Inpar – Novo Investimento.....	12
Outros Assuntos:	14
Entrada de novo sócio no capital da Edge Investimentos.....	14

Divulgação da Performance Passada

O Edge Value FIA apresentou uma rentabilidade de 8,52% no quarto trimestre de 2010. No mesmo período o Ibovespa e o FGV-100 apresentaram valorização de -0,18% e 4,57%, respectivamente.

No ano, o Edge Value FIA subiu 18,99%, comparado a +10,22% do FGV-100 e +1,05% do Ibovespa.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2004, o retorno acumulado do Clube San Francisco (atual Edge Value FIA) foi de 426,25%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 218,38% e do FGV-100 foi de 277,41%.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2006, o retorno acumulado do Clube Triumph (incorporado pelo Edge Value FIA) foi de 285,46%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 88,20% e do FGV-100 foi de 122,86%.

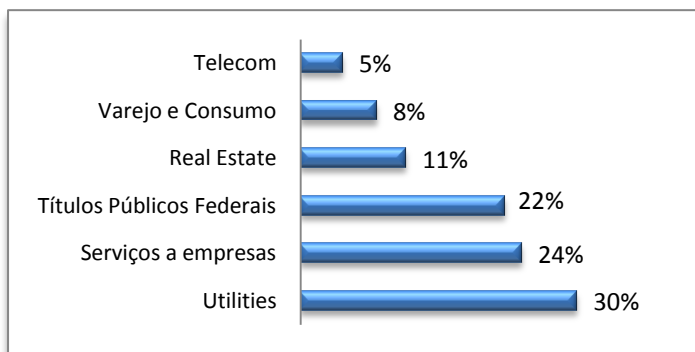
Período	Edge Value FIA (incorporou o Clube Triumph em 25/08/08)	Clube Triumph (incorporado pelo Edge Value em 25/08/08)	FGV100	IBOVESPA
Dezembro 2010	1,06%	-	3,36%	2,36%
Novembro 2010	3,30%	-	-2,53%	-4,20%
Outubro 2010	3,95%	-	3,79%	1,79%
Setembro 2010	0,38%	-	5,99%	6,58%
Agosto 2010	2,70%	-	-1,41%	-3,51%
Julho 2010	4,61%	-	8,22%	10,80%
Junho 2010	1,94%	-	-2,35%	-3,35%
Maio 2010	-1,80%	-	-4,54%	-6,64%
Abril 2010	-1,99%	-	-3,05%	-4,04%
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	18,99%	-	10,22%	1,05%
2010	18,99%	-	10,22%	1,05%
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)	426,25%	-	277,41%	218,38%
Retorno Anualizado	31,34%	-	26,22%	24,42%
Patrimônio Líquido¹	R\$33.127.561,66			

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 31/12/2010. O patrimônio médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 27.673.043,27.

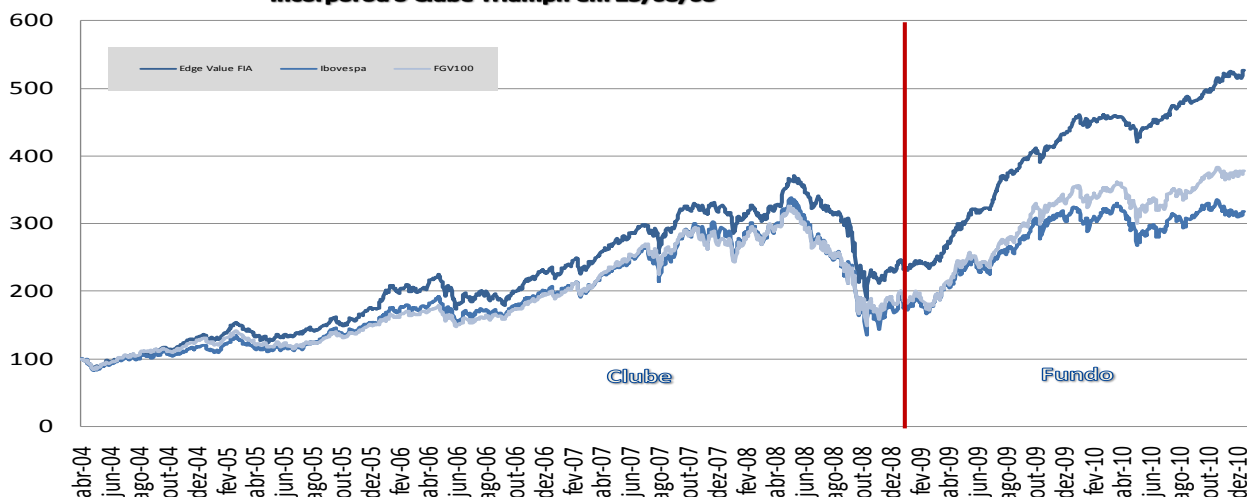
Composição de Carteira e Performance

Em dezembro de 2010, nossa carteira era composta por 13 ações, divididas da seguinte forma:

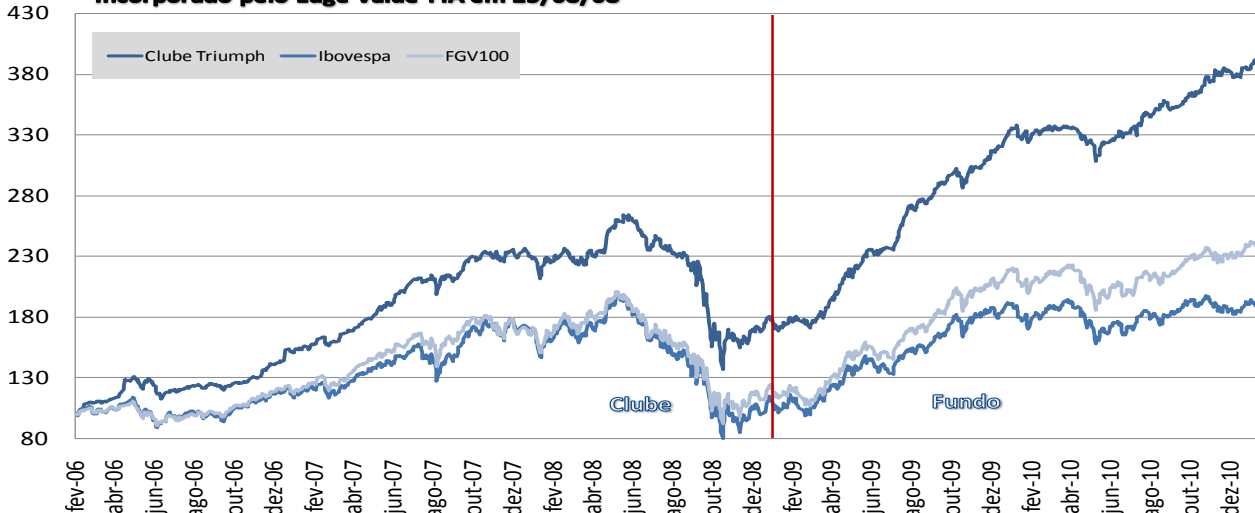


Valor de Mercado das Companhias (R\$)	Número de Empresas	% dos Ativos
Até R\$ 1 bilhão	3	12,5%
Entre R\$ 1 bilhão e R\$ 5 bilhões	6	40,1%
Acima de R\$ 5 bilhões	4	25,4%

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 (14/01/2009).

Comentários da Equipe de Gestão

Desempenho em 2010

Em 2010 nosso fundo se valorizou 18,98%, comparado a uma valorização de 1,05% do Ibovespa e 10,22% do FGV-100.

Apesar de, à primeira vista, nosso desempenho parecer significativamente superior ao da Bolsa, uma análise mais completa da indústria de gestão de ações revela um retorno em linha com vários outros *value managers*. Neste ano, todos que possuíam alguma exposição ao mercado interno superaram o Ibovespa, que foi bastante prejudicado pela performance de Petrobras.

Não obstante, ficamos muito satisfeitos com o nosso desempenho em 2010. Durante todo o ano mantivemos aderência ao nosso mandato, com a carteira concentrada em 13 casos que conhecemos muito bem, com diversificação responsável, baixa exposição a *commodities* e com 22% de caixa médio. Em outras palavras, o retorno foi obtido com risco bastante controlado.

Desempenho de longo prazo

As tabelas abaixo ilustram o valor corrigido de R\$ 100,00 investidos nos clubes de investimento, posteriormente transformados em Edge Value FIA, comparados com o Ibovespa e o FGV-100, nosso índice de referência. Acreditamos que nossos investidores devem usar prazos semelhantes a estes ao avaliar nosso desempenho.

Data	Clube San Francisco	Ibovespa	FGV 100
15/04/2004	R\$ 100,00	R\$ 100,00	R\$ 100,00
31/12/2004	R\$ 135,42	R\$ 120,26	R\$ 131,06
31/12/2005	R\$ 175,02	R\$ 152,79	R\$ 150,91
31/12/2006	R\$ 233,00	R\$ 204,34	R\$ 198,54
31/12/2007	R\$ 326,90	R\$ 293,60	R\$ 278,05
31/12/2008	R\$ 238,04	R\$ 172,50	R\$ 182,49
31/12/2009	R\$ 442,27	R\$ 315,09	R\$ 342,43
31/12/2010	R\$ 526,25	R\$ 318,37	R\$ 377,40

Data	Clube Triumph	Ibovespa	FGV 100
09/02/2006	R\$ 100,00	R\$ 100,00	R\$ 100,00
31/12/2006	R\$ 152,89	R\$ 120,57	R\$ 122,58
31/12/2007	R\$ 236,46	R\$ 173,24	R\$ 171,69
31/12/2008	R\$ 174,49	R\$ 101,78	R\$ 112,68
31/12/2009	R\$ 324,18	R\$ 185,92	R\$ 211,44
31/12/2010	R\$ 385,74	R\$ 187,85	R\$ 233,03

Nota: Valores calculados com base nas cotas que incluem todas as taxas e custos dos clubes e, posteriormente, do fundo. Valores não são líquidos de impostos.

Alterações no Portfólio

Neste trimestre, alocamos 15% do patrimônio do fundo em três novas empresas: Inpar, Redecard e outra empresa que comentaremos no próximo relatório de gestão. Acreditamos que estes casos de investimento apresentam relação risco/retorno bastante favorável e, considerando a visão pessimista embutida em seus valores de mercado, podem apresentar apreciações significativas caso a realidade se prove um pouco melhor do que o consenso.

“The future is never clear, and you pay a very high price in the stock market for a cheery consensus. Uncertainty is the friend of the buyer of long-term values.”²

Warren Buffett

Realizamos também a venda parcial de alguns investimentos à medida que seus valores de mercado se aproximam dos valores intrínsecos estimados por nós. Tais vendas representaram 11% do patrimônio líquido do fundo.

Com isso, nossa posição em caixa atual é de 22% do patrimônio líquido do fundo, totalmente investidos em títulos públicos federais.

Empresas Investidas

Neste trimestre deixaremos de comentar os resultados de todas as empresas investidas. O tempo necessário para a ocorrência de eventos relevantes nas empresas tende a ser superior à frequência de nossos relatórios, escritos trimestralmente. Desta forma, para evitar sermos repetitivos, preferimos concentrar nossos comentários apenas nas novas ações em carteira, alienação de investimentos, ou empresas investidas que apresentaram algum evento relevante no trimestre.

ABnote – Alteração de nome para Valid

Em outubro de 2010, a American Banknote S.A. (ABNB3) aprovou em assembléia extraordinária a alteração de seu nome, logomarca e *ticker* de Bolsa, para VALID Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A. (VLID3).

Segundo os administradores, o nome American Banknote Brasil passou a não fazer mais sentido quando a empresa deixou de ser controlada pela American BankNote dos Estados Unidos e teve seu capital pulverizado em bolsa. O nome Valid tenta aliar os conceitos de “Valor” e “Identificação” em linha com os principais ramos de atuação da empresa.

²“ O futuro é sempre incerto e, no mercado de capitais, o preço do consenso é alto demais. A incerteza é amiga do investidor de longo prazo” – Tradução Livre

São Carlos – Reavaliação dos ativos

A São Carlos reportou neste trimestre a reavaliação dos seus ativos pela CB Richard Ellis. De acordo com o relatório, nos últimos 12 meses o portfólio de imóveis da São Carlos valorizou-se 24,7% sobre a mesma base, sendo que todos os imóveis operacionais aumentaram de valor no período. Esse crescimento deve-se a fatores como a boa qualidade e localização dos imóveis da companhia, o aumento da demanda por lajes corporativas e o crescente interesse de investidores por imóveis comerciais com objetivo de renda.

Atualmente o portfólio de imóveis da companhia tem valor de mercado estimado de R\$2,26 bilhões. Assim, o NAV³ da empresa atingiu R\$1,73 bilhão ou R\$30/ação, o que representa um *upside* de 25% para o valor de mercado, dado o preço atual de R\$23/ação.

Continuamos confiantes em relação à empresa e acreditamos que 2011 será um ano muito promissor, uma vez que a demanda por espaços corporativos nos mercados de atuação da São Carlos encontra-se extremamente aquecida e o volume de renovações contratuais será bastante elevado.

Finalmente, quanto à alocação do capital, a empresa vendeu imóveis a *cap rates*⁴ de 10,9%, e adquiriu novas propriedades a um *cap rate* médio de 14,5%.

Contax – Novo CEO

Em 17 de dezembro a Contax anunciou que Michel Sarkis substituirá James Meaney no cargo de diretor presidente, notícia que nos deixou bastante satisfeitos. Conhecemos o Michel há alguns anos e sempre que nos reunimos saímos muito bem impressionados com sua interpretação clara e objetiva dos desafios enfrentados pela Contax. Tal impressão parece ser consenso na indústria de *call centers*.

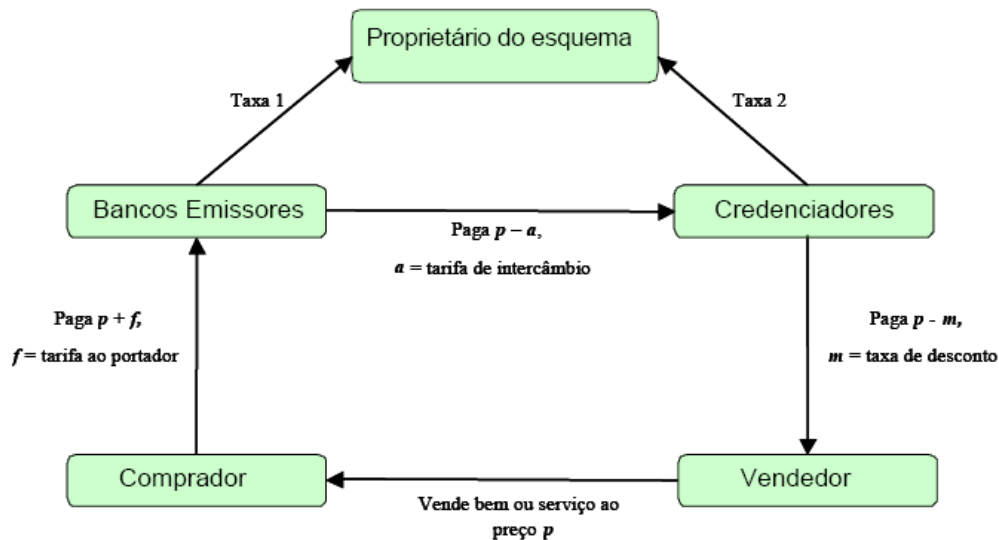
Redecard – Novo Investimento

A empresa

A Redecard basicamente credencia estabelecimentos comerciais para que possam receber pagamentos feitos com cartões, lhes oferece a maquininha (ou POS – *Point of Sale*), realiza a captura, a transmissão e o processamento das transações pagas com cartões de débito ou crédito e antecipa recebíveis para os lojistas, conforme a dinâmica apresentada no diagrama abaixo:

³ NAV – Net Asset Value – Valor de mercado dos ativos da empresa descontado da dívida líquida.

⁴ *Cap Rate* – Medida de retorno do investimento, calculada como o valor líquido dos aluguéis dividido pelo preço de aquisição do imóvel.



A receita da empresa é composta majoritariamente (i) pela taxa de desconto bruta (também conhecido como MDR – *merchant discount rate* – bruto), (ii) pelo aluguel das maquininhas, ambos livremente negociados entre a Redecard e os lojistas, e (iii) pela antecipação de recebíveis aos lojistas que, ao venderem a prazo, podem optar por receber adiantado.

Definida pelas *bandeiras* (ou *proprietários do esquema*)⁵ e paga⁶ aos bancos emissores dos cartões, a **tarifa de intercâmbio** é o custo relevante no qual a Redecard incorre, e tem um significado econômico interessante, uma vez que representa o poder de barganha das próprias bandeiras junto aos bancos no que tange ao incentivo à emissão de cartões. Como veremos adiante, existe uma discussão bastante complexa acerca dessa tarifa.

O setor

O volume de transações realizadas com cartões no Brasil saltou de R\$ 65 bilhões em 2000 para aproximadamente R\$ 530 bilhões em 2010, ainda apresentando considerável potencial de crescimento, tendo em vista a baixa penetração do uso de cartões nas classes C e D, bem como a crescente bancarização da população brasileira. A Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs) estima que o volume transacionado dobre até 2014.

Até agora, duas credenciadoras (também chamadas de adquirentes) dominavam o mercado brasileiro: a Redecard e a Cielo (ex-VisaNet). Resumidamente, a primeira credenciava para a bandeira MasterCard, ao passo que a segunda credenciava estabelecimentos exclusivamente para a Visa. Na prática, isso significava que um lojista que quisesse aceitar ambas as bandeiras deveria ter pelo menos uma maquininha de cada credenciadora. Naturalmente, esse arranjo subótimo era alvo constante de críticas por parte dos lojistas, penalizados pela ausência de concorrência num verdadeiro duplo monopólio.

⁵ No Brasil, embora MasterCard e Visa sejam as principais bandeiras, representando juntas aproximadamente 90% das transações com cartões, há também uma série de bandeiras regionais (e.g. Hipercard, Aura, Policard, Cabal, etc) e vouchers (Visa Vale, Ticket).

⁶ Na prática, não ocorre um desembolso por parte da Redecard. O banco emissor realiza a transferência do valor já líquido da taxa de intercâmbio e a Redecard o “repassa” ao lojista líquido da taxa de desconto.

Em 2005, o Banco Central do Brasil (BC) publicou um primeiro estudo sobre o setor de pagamentos de varejo no país e, no ano seguinte, emitiu uma recomendação de “que a indústria de cartões de pagamento utilize todo o potencial da cooperação em infraestrutura para possibilitar o aumento da eficiência e, conseqüentemente, do bem-estar social, sem prejuízo da inovação, do desenvolvimento de novos produtos e serviços e de um ambiente competitivo.” ⁷ [grifos nossos]. O recado estava dado: era preciso introduzir competição na aquisição.

Em linha com a recomendação inicial, o BC e as Secretarias de Direito Econômico (SDE) e de Acompanhamento Econômico (SEAE) produziram um novo relatório detalhado sobre o setor⁸ e demandaram que medidas pró-concorrenciais fossem introduzidas, principalmente com relação à abertura do mercado para potenciais entrantes e à interoperabilidade dos terminais de POS. Ficou acordado que a concorrência teria oficialmente data para começar: 1º de julho de 2010.

É importante notar que, em decorrência dessa “abertura” da atividade de credenciamento, o mercado **potencial** da Redecard passa de aproximadamente 40% (*share* que a MasterCard representava no mercado brasileiro) para praticamente⁹ 100%, ou seja, embora haja agora competição, o bolo a ser explorado pela Redecard é maior que antes. Nesse quesito, a Cielo está em momentânea desvantagem em relação à sua neo-concorrente.

Em meio às mudanças anunciadas, o Banco Santander lançou-se como primeiro a desafiar as incumbentes: vendeu sua participação no capital da Cielo e pôs em operação a sua própria rede de aquisição em parceria com a gaúcha Getnet, com o objetivo declarado de atingir 10% de *market share* até 2012. Além do Santander, conforme já noticiado exaustivamente na mídia local, outras adquirentes também estão se preparando para desembarcar por aqui, dentre elas Elavon, Global Payments, Tsys e First Data, com as quais conversamos.

No entanto, para o sucesso de uma adquirente, julgamos imprescindível que haja uma parceria com pelo menos um grande banco de varejo. A razão econômica¹⁰ desse argumento reside na **capilaridade** que uma extensa rede bancária oferece: quanto mais agências e correspondentes bancários espalhados, mais acesso aos estabelecimentos o adquirente tem. Ora, como hoje os maiores bancos brasileiros são os controladores da Redecard (no caso, Itaú Unibanco) e da Cielo (Banco do Brasil e o Bradesco, com possível entrada da Caixa Econômica em breve), uma entrante já estaria em desvantagem ao não ter nenhum desses grandes bancos ao seu lado. Além disso, se antecipando ao movimento das entrantes, as incumbentes se moveram rapidamente para defender seu espaço: costuraram acordos com os demais bancos de varejo no país (e.g. Caixa Econômica Federal, Safra e HSBC, entre outros), garantindo uma formidável barreira à entrada.

⁷ Diretiva 1/2006: <http://www.bcb.gov.br/htms/spb/Diretiva-1-2006.pdf>

⁸ A versão final, publicada em 2010: http://www.bcb.gov.br/htms/spb/Relatorio_Cartoes.pdf

⁹ A Redecard ainda não captura algumas bandeiras menos relevantes em termos de *market share* no mercado brasileiro, como American Express, por exemplo.

¹⁰ Além da razão econômica, existe a necessidade de obtenção de uma “permissão” das bandeiras, que só é concedida aos bancos.

Adquirente	Banco controlador	Principais bancos parceiros
Cielo	BB, Bradesco	CEF, Safra, HSBC
Redecard	Itaú Unibanco	CEF, Safra, HSBC
Santander-Getnet	Santander	-
Elavon	-	Citibank
First Data	-	?
Global Payments	-	?
Tsys	-	?

Com efeito, restam poucos bancos de varejo “solteiros” nessa festa, nenhum dos quais de grande porte. Então, entendemos que a maioria das entrantes terá certa dificuldade em conseguir **escala**, ingrediente necessário para manter o custo por transação em patamares condizentes com o intuito de competir com Redecard e Cielo.

Essa estrutura do mercado, infelizmente, guarda um risco para o qual estamos atentos: se por um lado a existência de um grande banco de varejo como parceiro é imprescindível à atividade de credenciamento (e, conforme mencionamos anteriormente, responsável pela barreira à entrada que julgamos existir nesse setor no Brasil), por outro existe um inegável conflito de interesses: a atividade de credenciamento poderia, em tese, se transformar em mais um serviço prestado pelos bancos de modo a atrair novas contas de empresas. Em outras palavras, seria uma atividade bancária marginal, onde o real interesse do banco seria a garantia do domicílio bancário dos estabelecimentos, principalmente os maiores, em detrimento da rentabilidade final de sua subsidiária adquirente.

Aspectos regulatórios e a experiência internacional

Antes mesmo do interesse do regulador brasileiro de tornar mais competitivo e eficiente o sistema de meios eletrônicos de pagamentos no varejo doméstico, bancos centrais de outros países também se debruçaram sobre o tema com o mesmo intuito. O cenário é freqüentemente o mesmo: de um lado, inúmeras críticas são feitas por estabelecimentos comerciais em relação às taxas de desconto e de intercâmbio praticadas pela indústria de cartões¹¹, questionando o nível e a estrutura das mesmas. De outro, bandeiras, bancos emissores e adquirentes brigam entre si para justificar a cobrança das referidas taxas através dos benefícios de rede proporcionados, do risco de crédito em operações de adiantamento de recebíveis e dos custos de processamento das transações, respectivamente. Ao mesmo tempo, microeconomistas tentam entender qual seria a estrutura tarifária ótima. Neste ponto, apesar da diversidade de modelos recentemente desenvolvidos com base na chamada teoria dos “mercados de dois lados” (ou M2L¹²), merece destaque a pergunta que intitula o artigo do Fed “*Why do Payment Card Networks Charge Proportional Fees?*”¹³. Tendo em vista os baixos custos marginais das bandeiras, dos bancos e das credenciadoras nesse negócio, parece natural questionar a atual estrutura das tarifas cobradas por eles quando um pagamento é efetuado: por

¹¹ Como exemplo norte-americano, vide <http://www.unfaircreditcardfees.com/>;

Para uma versão europeia, <http://www.stopunfaircardfees.eu>;

¹² O ponto de partida da teoria M2L é o conceito de externalidade de rede. Para uma introdução formal sobre o assunto, http://faculty.haas.berkeley.edu/hermalin/rochet_tirole.pdf.

¹³ [Shy e Wang \(2010\)](#)

que não são cobradas tarifas fixas por transação? No limite, por que essas tarifas não são reguladas, por exemplo?¹⁴

No fim de 2009, o *Government Accountability Office* (GAO) dos Estados Unidos publicou o relatório “*Credit Cards - Rising Interchange Fees Have Increased Costs for Merchants, but Options for Reducing Fees Pose Challenges*”¹⁵, em que são avaliadas quatro propostas acerca das taxas de intercâmbio:

- (i) Simplesmente limitá-las;
- (ii) Obrigação de divulgá-las ao público consumidor;
- (iii) Permitir diferenciação de preços, dependendo do meio de pagamento;
- (iv) Permitir que lojistas e bancos emissores negociem taxas livremente.

Novamente, a idéia central é que, havendo competição, uma menor taxa de intercâmbio permitiria ao adquirente cobrar uma menor taxa de desconto do lojista e, por conseguinte, ao lojista cobrar um menor preço do consumidor. No entanto, com base em entrevistas com participantes do setor e em argumentos de economistas ouvidos pelo GAO, o relatório alerta que cada uma das propostas acima pode ser prejudicial tanto aos consumidores quanto aos lojistas. Além disso, a esperada economia do consumidor na compra de produtos pode ser compensada por outros efeitos negativos, como aumento das anuidades de cartões ou redução dos benefícios das bandeiras (*rewards*). Em dezembro último, o *Fed* foi além e pôs em audiência pública uma proposta de, entre outras coisas, limitar a \$0,12 a tarifa de intercâmbio por transação de débito¹⁶.

Canadá¹⁷ e Reino Unido também passaram por questionamentos similares, bem como a Austrália, onde um estudo feito no ano 2000 pelo *Reserve Bank of Australia* (RBA) concluiu que as taxas de intercâmbio naquele país estavam em níveis “injustificáveis” e, em 2003, o governo australiano estabeleceu um limite de aproximadamente 0,50% para transações com cartões de crédito (contra uma média anterior de 0,95%) e permitiu aos lojistas a diferenciação de preço por meio de pagamento. Em 2008, após a publicação de um *review* preliminar da reforma do mercado de cartões, diversos participantes da indústria puderam submeter suas opiniões ao regulador¹⁸. Um detalhado estudo submetido pela consultoria Charles River Associates¹⁹ argumentou que não se podia concordar com a intervenção do RBA no mercado de cartões, à luz (i) do aumento da anuidade e das taxas cobradas pelos bancos emissores aos portadores de cartões, (ii) da falta de evidência de que os lojistas haviam repassado a redução da tarifa de intercâmbio aos consumidores, (iii) da diferenciação de preço que, embora correta em princípio, não foi devidamente apropriada pelo consumidor final e (iv) do desincentivo à inovação no mercado de meios eletrônicos de pagamento. Como se pode ver, as nuances regulatórias não são nada triviais.

¹⁴ Há o argumento de que as taxas de intercâmbio nas transações de crédito têm mesmo que ser *ad valorem*. Afinal, há risco de crédito nessas compras, uma vez que o banco antecipa o dinheiro ao lojista, passando a ser credor do usuário do cartão, que pode não arcar com a fatura. No entanto, também é sabido que nem todas as operações de crédito antecipam receitas aos lojistas. Além disso, as de débito não têm risco de crédito.

¹⁵ <http://www.gao.gov/new.items/d1045.pdf>

¹⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20101216a.htm>

¹⁷ [Report of The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce](http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20101216a.htm)

¹⁸ <http://www.rba.gov.au/payments-system/reforms/review-card-reforms/responses-0708-review.html>

¹⁹ <http://www.rba.gov.au/payments-system/reforms/review-card-reforms/pdf/review-0708-pre-conclusions/cra-28042008-2.pdf>

A tese de investimento

Recentemente, em face às incertezas quanto ao novo cenário competitivo, as ações das adquirentes brasileiras vêm apresentando forte desvalorização.

Em novembro de 2010, começamos a montar uma posição em Redecard. Acreditamos que o valor de mercado da empresa reflete um improvável acirramento da concorrência. Em suma, nossa tese é apoiada nos seguintes pilares:

- 1) O forte crescimento esperado do volume de transações com cartões (na margem, superior a 20% ao ano);
- 2) O grosso da rentabilidade das adquirentes não vem dos clientes com maior poder de barganha, mas dos menores estabelecimentos, acesso aos quais requer capilaridade de distribuição, o que é uma barreira de entrada relevante;
- 3) O patamar de estabilização da taxa de desconto líquida não deve ser inferior ao de países com concentração bancária menor que a brasileira;
- 4) A geração de caixa recorrente e o elevado *payout* resultam num considerável *dividend yield* que, somados à taxa de aluguel da ação, limitam nosso *downside*.

Redecard representa 5% do Edge Value FIA.

Inpar – Novo Investimento

No início do trimestre compramos ações da Inpar, incorporadora sediada em São Paulo, com atuação no sul, sudeste e nordeste do Brasil.

Histórico

A Inpar foi criada em 1992, para atuar no segmento de incorporação residencial em São Paulo. Nos anos seguintes a empresa ampliou sua atuação para os segmentos comercial e de turismo, além de ser uma das primeiras empresas do setor imobiliário a explorar o segmento *built-to-suit*. Entre 2004 e 2005, a Inpar atravessou um processo de desinvestimento e desalavancagem financeira, decorrente da decisão dos controladores de encerrar as atividades não relacionadas ao setor imobiliário.

Em 2007, a Inpar realizou um dos mais bem-sucedidos IPOs do mercado imobiliário, com a captação de R\$ 756 milhões, em uma oferta 100% primária. Nesta época, incorporação imobiliária era um dos setores em ebulição, com diversos IPOs no *pipeline* dos bancos de investimento.

Rapidamente, observávamos o nascimento de vários “especialistas” em real estate no mercado financeiro brasileiro, tanto nas corretoras quanto nas casas de gestão de recursos. Metas como fortalecer rapidamente o *landbank*²⁰ e duplicar o VGV²¹ lançado eram ansiosamente esperadas pelo mercado, enquanto as empresas corriam para atingí-las. Na Inpar não foi diferente.

²⁰ Banco de terrenos da empresa

²¹ Valor Geral de Vendas, medido como o produto entre o número de unidades lançadas e seu preço médio de venda

Com os recursos levantados no IPO, a empresa adotou uma política agressiva de aquisição de terrenos e lançamentos. Quase todos os terrenos foram pagos á vista e o financiamento para construção era dado como certo.

A situação mudou rapidamente em 2008, com a piora do humor no mercado internacional seguida pela grande crise de crédito. Sem crédito para honrar seus compromissos a empresa praticamente parou, levando as cotações de bolsa de R\$ 17,00 para R\$ 1,00, aproximadamente. Quem comprou Inpar em 2007 e segura as ações até hoje amarga um prejuízo de 82%, superado no mercado brasileiro apenas pela LAEP (MILK11).

Em face às dificuldades, a Inpar precisou se capitalizar através de um novo sócio.

Em dezembro de 2008, a Paladin Realty, gestora de *private equity* baseada nos EUA, focada no setor imobiliário e com histórico de sucesso em investimentos imobiliários na América Latina, adquiriu o controle da empresa por R\$180 milhões, mediante aumento de capital.

Processo de reestruturação

O processo de reestruturação da empresa foi iniciado pela área financeira. Como o dinheiro do IPO foi utilizado para constituir o banco de terrenos, a nova diretoria identificou que seriam necessários aproximadamente R\$600 milhões para financiar as obras e as obrigações com fornecedores. Diante desse cenário, a nova administração buscou uma linha de crédito no valor de R\$250 milhões e captou R\$200 milhões com a venda de ativos, que somados aos R\$180 milhões do aumento de capital, eram suficientes para dar fôlego à companhia.

Os passos seguintes foram a suspensão de novos lançamentos, seguido de uma reestruturação organizacional. Dos treze diretores pertencentes à antiga família controladora, apenas dois permaneceram na empresa e, posteriormente, também deixaram a companhia. Suas vagas foram preenchidas por profissionais de mercado. Além disso, foi criada a Inpar Vendas, empresa própria de vendas com atuação inicial em São Paulo, que tem obtido muito sucesso na redução dos estoques.

No ano de 2009, superada a crise econômica, a empresa identificou a oportunidade de retomar os lançamentos e voltar à normalidade. Diante disso, em fevereiro de 2010 foi realizada uma oferta primária de ações, onde foram arrecadados R\$280 milhões. Paralelamente, R\$300 milhões foram negociados em linhas do SFH²², garantindo os recursos necessários para os próximos lançamentos em 2010 e 2011.

Nos últimos trimestres a empresa vem apresentando uma grande evolução nos resultados, dentro das expectativas do seu processo de reestruturação.

Em 2010, a empresa lançou R\$802 milhões em imóveis, o que representou um aumento de 465%, frente aos R\$142 milhões de 2009. Para 2011, com o mercado imobiliário aquecido, a expectativa é que a empresa alcance R\$1,2 bilhão em lançamentos, em sua maioria realizados em terrenos já comprados e pagos nos anos anteriores. Com isso, esperamos que a empresa comece a ter geração positiva de caixa a partir da metade do ano.

²² SFH – Sistema Financeiro de Habitação

Tese de Investimento

Acreditamos que o mercado ainda não tenha precificado Inpar adequadamente. Atualmente a empresa está sendo negociada a 90% de seu valor patrimonial, comparado ao valuation médio de 1,5x patrimônio contábil das outras construtoras listadas.

A justificativa mais ouvida para esta diferença de avaliação é o terreno da Lagoa dos Ingleses, uma área de tamanho equivalente à Barra da Tijuca (RJ), localizada a 20 minutos de Belo Horizonte, que o mercado financeiro considera de difícil desenvolvimento e pouco valor, opinião da qual discordamos.

Mesmo assim, até atribuindo valor zero para a Lagoa dos Ingleses, continuamos com uma empresa barata, negociando a 1,12x patrimônio contábil ou 0,60x o valor líquido de seus ativos menos dívida (NAV), o que nos confere boa margem de segurança ao investimento.

Em suma, enxergamos a Inpar como uma incorporadora em franca recuperação, com controle profissional e competente, cujas ações estão negociando abaixo da média do mercado ou de qualquer medida de valor intrínseco, apesar das boas perspectivas, baixa alavancagem e alta liquidez.

Acreditamos que os resultados de 2011 e novos desenvolvimentos na Lagoa dos Ingleses devem contribuir para a melhora das expectativas pessimistas do mercado e a consequente valorização das ações.

Inpar representa 5% do Edge Value FIA.

Outros Assuntos:

Entrada de novo sócio no capital da Edge Investimentos

Comunicamos que Rodrigo Andrade Santos Pantoja, que integrava nosso time de analistas desde 2010, tornou-se sócio da Edge Investimentos em janeiro de 2011.

Obrigado pela confiança,

Atenciosamente,

Equipe de Gestão Edge Investimentos