

INVESTIDOR
PROFISSIONAL

Relatórios de Gestão

IP-Participações FIA / IP-Equity Hedge FIF

quarto trimestre / 2004

Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do Fundo, da gestora, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de investimento ao aplicar seus recursos.

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional, não deve ser considerado como oferta de fundo de investimentos e não constitui os documentos previstos na Circular 2958 do Banco Central ou na Instrução CVM 302, nem o prospecto previsto no Código de Auto-Regulação da ANBID. Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste material. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o material é editado. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda das ações ou ativos mencionados. A Investidor Profissional não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

Visando minimizar riscos de lavagem de dinheiro e, atendendo a legislação vigente, quando do ingresso no fundo, cada quotista será solicitado a nos fornecer cópias de seus documentos de identificação entre outros documentos cadastrais.

Estes Fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas.

ÍNDICE

Introdução	3
Disciplina e Consistência	3
IP-Participações	7
Resultado 2004	7
Informações	11
IP-Equity Hedge	13
Introdução	13
Desempenho / Resultados	13
Exposição / Risco	16
Informações	17
Aleatórias	18

INTRODUÇÃO

DISCIPLINA E CONSISTÊNCIA

Desde 1988, a Investidor Profissional segue uma filosofia de investimentos construída a partir de um ponto de vista diferenciado sobre o mercado de ações.

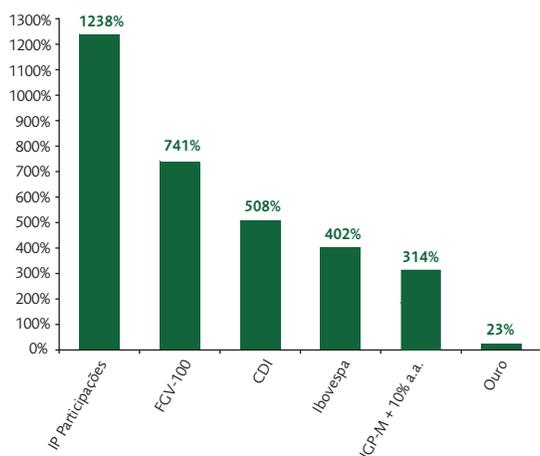
O mercado acionário alterna momentos de euforia e depressão, oscilando entre períodos de medo irracional e momentos de ganância desproporcional. Essas características emocionais explosivas fazem com que os preços das ações se comportem como uma montanha russa. No entanto, o valor de uma empresa, na grande maioria das vezes, oscila de forma muito menos volátil do que o humor dos participantes do mercado. O comportamento dos preços das ações está diretamente relacionado à emoção do momento, enquanto os fundamentos operacionais e estratégicos das companhias estão totalmente vinculados à racionalidade, ao estudo cuidadoso da evolução e das perspectivas das variáveis críticas das empresas.

O trabalho da IP consiste em encontrar distorções relevantes entre o valor justo das empresas e o preço em que são negociadas. Nosso mandato prevê respeito incondicional aos fundamentos das empresas. Nosso mandato prevê disciplina de manter a filosofia independente de tendências, modismos e manias que surgem constantemente.

A aplicação disciplinada da filosofia de investimentos orientada a valor é a maior responsável pelo histórico de resultados do IP-Participações.

Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/12/04)

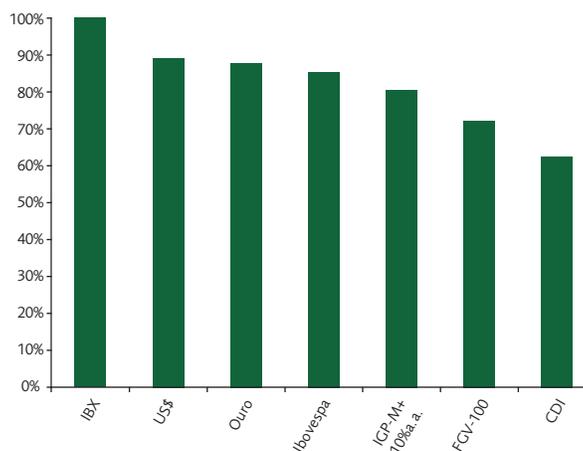


A racionalidade e a orientação de longo prazo das decisões de investimento permitem que o Fundo proporcione retornos elevados e consistentes.

No gráfico abaixo, mostramos a frequência com que a rentabilidade do IP-Participações superou, em todos os períodos de cinco anos existentes desde a criação do Fundo¹, outras alternativas de investimento. A quarta barra, por exemplo, mostra que, em 86% de todos os períodos de cinco anos, o Fundo superou o Ibovespa.

IP-Participações - Frequência de retornos acima de outras alternativas

Janelas mensais de 5 anos - 26/fev/1993 a 31/dez/2004

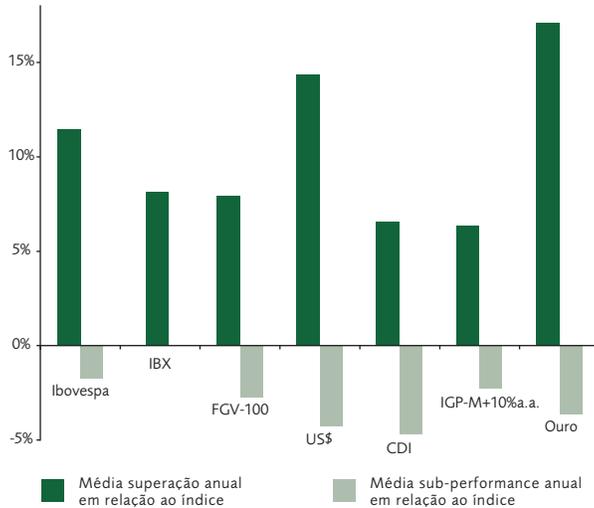


Tão importante quanto observar a frequência de superação é verificar a magnitude dos ganhos proporcionados pelo Fundo em relação aos diversos índices que servem como referência para outras estratégias de investimento.

O gráfico a seguir mostra a diferença média anualizada entre o retorno do IP-Participações e o retorno de cada índice em períodos de cinco anos, tanto nos períodos em que o Fundo os supera quanto nos períodos em que o Fundo é superado pelos mesmos. No caso do Ibovespa, por exemplo, nas vezes em que o Fundo superou este índice, apresentou retornos em média 12% ao ano maiores, enquanto nas vezes em que o Fundo foi superado pelo índice, apresentou retornos apenas 2% ao ano menores.

¹ 26 de fevereiro de 1993

Diferença média anual entre o retorno do IP-Participações e o retorno de cada índice em períodos de cinco anos



Desta forma, a leitura dos dois gráficos nos permite observar que:

- O IP-Participações supera consistentemente outras alternativas de investimento.
- Os ganhos adicionais obtidos pelo IP-Participações nos períodos em que supera os índices são substancialmente maiores que a diferença de rentabilidade que acontece nos períodos em que os índices conseguem superar o Fundo.

As oportunidades de investimento surgiram em quantidade substancial ao longo destes quase 17 anos. Evidentemente que em alguns momentos surgiram mais oportunidades e em outros menos. O grande segredo é manter a disciplina e a paciência.

O estilo IP de investir pode ser comparado ao de um jogador de tênis esperando pelo saque do adversário. Com a grande diferença (e vantagem a nosso favor) de poder aguardar para responder ao saque apenas quando a bola chegar perfeita para o golpe. Não perdemos pontos se ficarmos parados. Não existe penalidade por sentar na cadeira e esperar a oportunidade de camarote. Podemos esperar o saque chegar na altura que desejamos, para, assim, executar o golpe mais seguro.

Adotar esta estratégia não é tarefa das mais fáceis. Apesar da teoria simples, manter a disciplina requer bastante esforço.

Vivenciamos nos últimos dois anos no Brasil um período de valorização expressiva dos ativos. Inevitavelmente, após períodos como este, alguns

excessos começam a ser notados. É nessas horas que a disciplina de manter-se fiel à filosofia é colocada à prova.

Algumas empresas que atuam em setores cíclicos vêm apresentando valorização expressiva. O mercado precifica estas ações perpetuando patamares de rentabilidade pouco razoáveis para o longo prazo. Da mesma maneira que compramos Perdigão com desconto significativo em um momento desfavorável do ciclo, algumas empresas negociam hoje muito acima de seu valor justo por encontrarem-se num momento excepcional de rentabilidade.

Mesmo sabendo que os resultados destas empresas devem continuar fortes, não investimos. Acreditamos que o risco de "pagar caro pra vender um pouco mais caro" não é adequado ao retorno esperado. Não se pode saber de antemão a duração dos períodos de otimismo exacerbado do mercado. Podem se estender por bastante tempo, do mesmo modo que podem acabar quando o relógio marcar o próximo minuto.

As empresas recém listadas no Bovespa também são exemplos de investimentos nos quais não encontramos margem de segurança adequada. Os preços destas ações embutem a expectativa de elevadas taxas de crescimento de seus resultados aliada a uma forte rentabilidade. Em nossa opinião, a maior parte das novas empresas da bolsa atua em segmentos que sofreram mudanças conceituais significativas nos últimos anos (exemplos: Natura, Grendene e Gol). Tal fato dificulta bastante a previsibilidade da geração de caixa futura dessas companhias. Os *valuations* embutem não só a repetição de resultados excepcionais como, em muitos casos, assumem expansão do que já nos parece uma performance explosiva dessas empresas.

Como não temos a obrigação de rebater todos os saques, continuaremos a escolher de forma conservadora aqueles investimentos que julgamos oferecer maior margem de segurança.

O custo de tentar se adaptar a um novo paradigma, que na maioria das vezes acaba não se concretizando, pode ser muito alto. A preservação de capital é uma variável chave para resultados de longo prazo. Basta lembrar que se um portfólio perde 50% do seu valor, precisa de uma rentabilidade de 100% para voltar ao patamar anterior.

Resultados consistentes como os obtidos pelo IP-Participações, em nossa opinião, só podem ser alcançados de uma única maneira: com disciplina de seguir fielmente a filosofia de investimentos proposta e na qual o gestor possui vantagem competitiva.

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em dezembro foi de 4,12% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o fundo acumula valorização de 1.238% em dólares, rentabilidade média de 25% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 15% ao ano em dólares e o CDI de 17% ao ano em dólares.

RESULTADO 2004

Encerramos o ano com uma valorização de 30%, comparado a uma valorização de 18% do Ibovespa e uma alta de 16% do CDI.

É sempre bom lembrar que o objetivo do Fundo IP-Participações é obter altos retornos de forma consistente no longo prazo - horizontes de pelo menos 5 anos. Na tabela abaixo, verifica-se que o Fundo tem mantido uma performance satisfatória tanto em termos relativos quanto absolutos neste horizonte de tempo.

	IP-Participações	Ibovespa Médio	CDI
2000	12%	-10%	17%
2001	10%	-10%	17%
2002	9%	-18%	19%
2003	61%	97%	23%
2004	30%	18%	16%
Acumulado 5 anos	183%	54%	135%
Retorno Anualizado (5 anos)	23%	9%	19%

O ano de 2004 marcou o fim do ciclo de alguns investimentos relevantes para o Fundo.

No mês de agosto, dentro da categoria PIPE (*Private Investment in Public Equity*) do Fundo, vendemos grande parte da posição de Café Iguazu (Relatório de Gestão do Terceiro Trimestre de 2004).

Iniciamos o investimento nas ações da companhia em meados de 1995. Como já é característico nas posições de longo prazo da carteira, procuramos manter em Iguazu um relacionamento mais estreito com a administração, indicando inclusive integrantes para o Conselho de Administração e Fiscal da empresa. Este trabalho foi desenvolvido visando a valorização da posição e a viabilidade de uma alienação a preços interessantes.

Em vista da grande evolução operacional da empresa em 2002 e 2003, o valor patrimonial de suas ações passou a refletir de forma adequada o valor justo

que calculávamos para a empresa com base no seu fluxo de caixa descontado. Somando a isso a conclusão de que seria pouco provável que a Iguazu viesse a aumentar seu interesse no mercado de capitais, iniciamos a negociação para alienar nossa posição ao controlador em fevereiro deste ano. Em agosto, as negociações foram concluídas com a realização de uma OPA (oferta pública de aquisição) a preço equivalente ao valor patrimonial da ação.

Nos oito anos de investimento em ações de Iguazu, o Fundo obteve retorno de 1.984%, equivalente a IGP-M + 29.8% ao ano. Mais um caso típico de investimento e atuação da Investidor Profissional que contribuem significativamente para a performance do IP-Participações. A experiência adquirida neste caso e em outros tantos deve ser um grande diferencial de performance do fundo no futuro. Parte relevante da carteira continuará sendo alocada em PIPE's. Saraiva e Dimed são atualmente os principais investimentos nesta categoria.

Outro ciclo que se fechou ao longo do segundo semestre de 2004 foi o investimento realizado em Perdigão. Compramos uma participação relevante na empresa no primeiro semestre de 2003.

A Perdigão e o setor de alimentos no Brasil passaram por transformações extremamente positivas após a desvalorização do real. Os produtores brasileiros ampliaram ainda mais suas vantagens competitivas em custos. Com o menor custo de produção de frango no mundo, o Brasil praticamente triplicou suas exportações desde 1997.

A despeito da evolução positiva de seus fundamentos econômicos e societários (foi concedido o direito de *tag-along* para os preferencialistas) nos últimos anos, o preço das ações encontrava-se deprimido em função dos fracos resultados de curto prazo apresentados.

Volatilidade de resultados é algo absolutamente normal no setor de alimentos devido à característica cíclica do setor. É fundamental entender a natureza dessa volatilidade para se aproveitar da visão distorcida do mercado.

O ciclo do setor de alimentos é curto. Durante o vale do ciclo a rentabilidade da empresa fica bastante deprimida, o que costuma ser interpretado como algo permanente pelo mercado. O foco do IP-Participações é analisar o patamar de rentabilidade normalizado de longo prazo das empresas.

Grande parte das ações foi adquirida a um preço de mercado que embutia uma Margem Ebitda implícita de longo prazo de cerca de 7% (cerca de R\$ 10 por ação). Muito abaixo do que acreditávamos conservadoramente ser a margem normalizada de longo prazo potencial (em torno de 12%).

Como pode ser verificado no gráfico abaixo, o ciclo se mostrou curto e as margens apresentaram forte evolução. O preço da ação, que no primeiro semestre de 2003 estava por volta de R\$ 10, fechou 2004 a R\$ 57.

Margem Ebitda Perdigão



Fonte: Investidor Profissional e empresa.

Estes desinvestimentos contribuíram de forma relevante para a performance apresentada em 2004.

O deslocamento de performance em relação ao mercado como um todo foi provocado em grande parte por operações já realizadas praticamente por completo. Ou seja, já vendemos grande parte dessas ações.

As posições de longo prazo, com destaque para Saraiva e Coteminas, apresentam boas perspectivas de resultados nos próximos anos.

A Coteminas começa a se beneficiar do cenário de preços decrescentes do algodão, sua principal matéria-prima. Além disso, com o fim das quotas de importação impostas pelo Acordo Multifibras, o volume de exportação deve crescer bastante. Como a companhia já possui instalações físicas suficientes para suportar o crescimento que virá, o investimento necessário deve ser marginal, possibilitando um excelente retorno sobre o capital empregado adicional.

Não podemos deixar de lembrar que uma abertura deste nível deve impactar os preços ao longo do tempo. No entanto, acreditamos que este movimento de redução de preços deve ser gradual e menos significativo do que a percepção do mercado.

A Saraiva deve beneficiar-se da redução para zero das alíquotas de PIS, Pasep e Cofins sobre vendas de livros no Brasil.

O impacto desta isenção fiscal nos resultados e no valor da Editora e da Livraria Saraiva é relevante.

Em termos absolutos, o ganho da Editora será maior. Isso ocorre porque a Editora trabalha com Margem Bruta maior (cerca de 70%) e a Cofins é cobrada sobre o valor agregado, ou seja, quanto maior a Margem Bruta maior a representatividade da Cofins como percentual do Faturamento Bruto. No caso da Editora, estimamos que o impacto da medida, assumindo que não haverá repasse para os preços e tudo o mais se manterá constante, será um crescimento de 29% no EBITDA e 32% no Lucro Líquido projetado para o ano que vem.

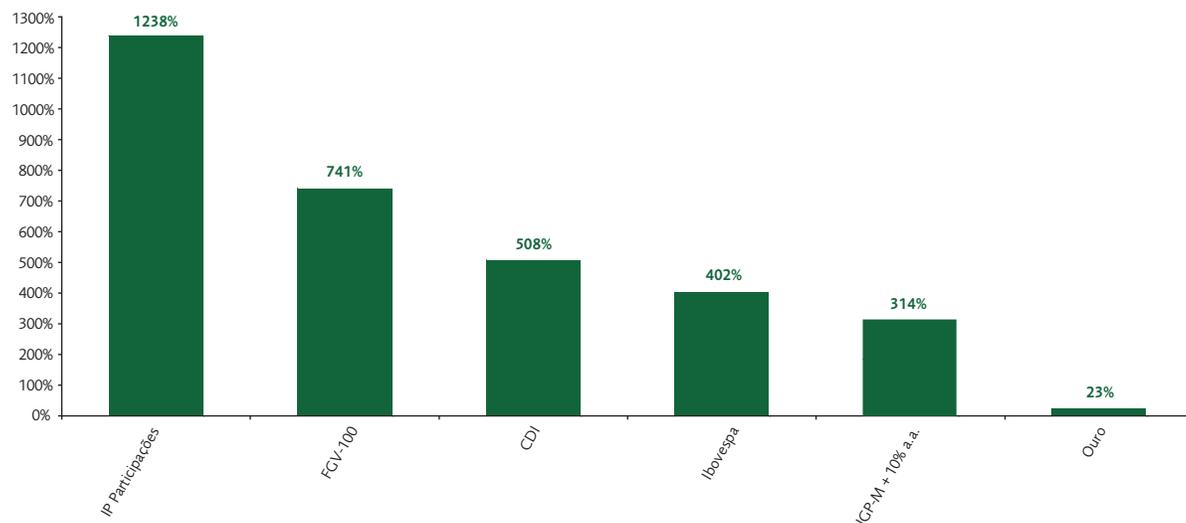
Em termos relativos, o maior impacto será verificado na Livraria. A Livraria trabalha com margens menores e estimamos que o ganho fiscal represente, tudo o mais constante, um aumento de 35% no EBITDA e 52% no Lucro projetado para o ano que vem.

Certamente, parte da isenção fiscal deve ser repassada para o consumidor ao longo do tempo. Principalmente nos segmentos onde a posição competitiva da empresa não é dominante. No entanto, esta perda parcial pode ser compensada pelo crescimento da demanda em função do menor preço.

Olhando para frente, acreditamos ser capazes de manter boa rentabilidade nas posições de médio prazo, como Perdigão, o que, associado à natural convergência preço-valor das posições de longo prazo do Fundo, tende a proporcionar retornos consistentes com nossa meta de rentabilidade.

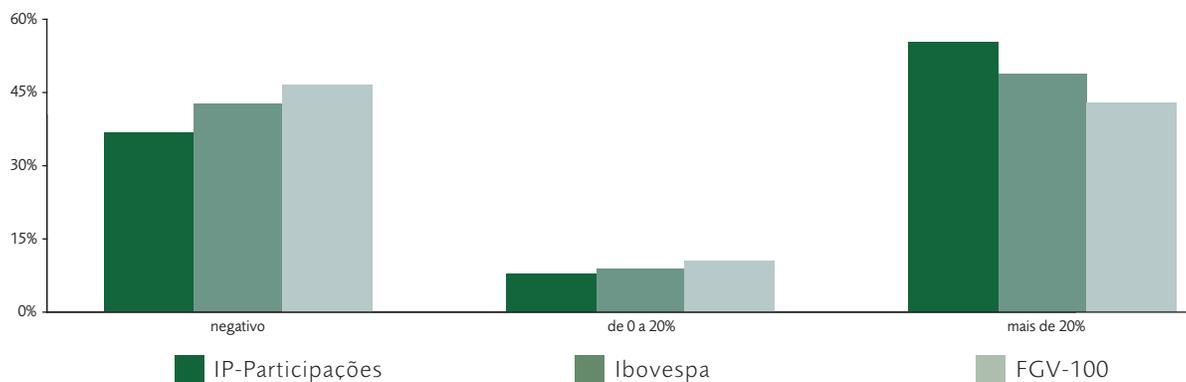
Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/12/04)



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93 até 31/12/04)



Período	Rentabilidade em US\$ com			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100
1993 (*)	51,00%	63,95%	35,10%	-	-	-
1994	142,50%	51,45%	165,20%	-	-	-
1995	3,30%	-9,50%	-35,10%	18,79%	0,84%	-25,60%
1996	36,00%	53,20%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
1997	-10,80%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
1998	-25,50%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
1999	105,70%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
2000	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
2001	-6,95%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
2002	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
2003	96,42%	141,04%	145,27%	60,62%	97,10%	100,56%
2004	41,49%	28,16%	44,37%	30,00%	17,74%	32,64%
Dezembro-04	7,11%	7,70%	9,51%	4,12%	4,70%	6,45%
Desde 26/02/93 (*)(**)	1238,14%	401,94%	740,58%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	24,70%	14,72%	19,86%	-	-	-
Volatilidade histórica (***)	24,83%	42,92%	29,30%	-	-	-

(*) Início do Fundo

(**) A rentabilidade do Fundo é líquida das taxas de performance e administração

(***) Indicador estatístico que quantifica riscos. Quanto mais elevado, maior o risco.

É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

Valor da Quota em 31/12/04

R\$ 6,196173

USD 2,334303

Média PL últimos 3 anos (mil): R\$ 106.529

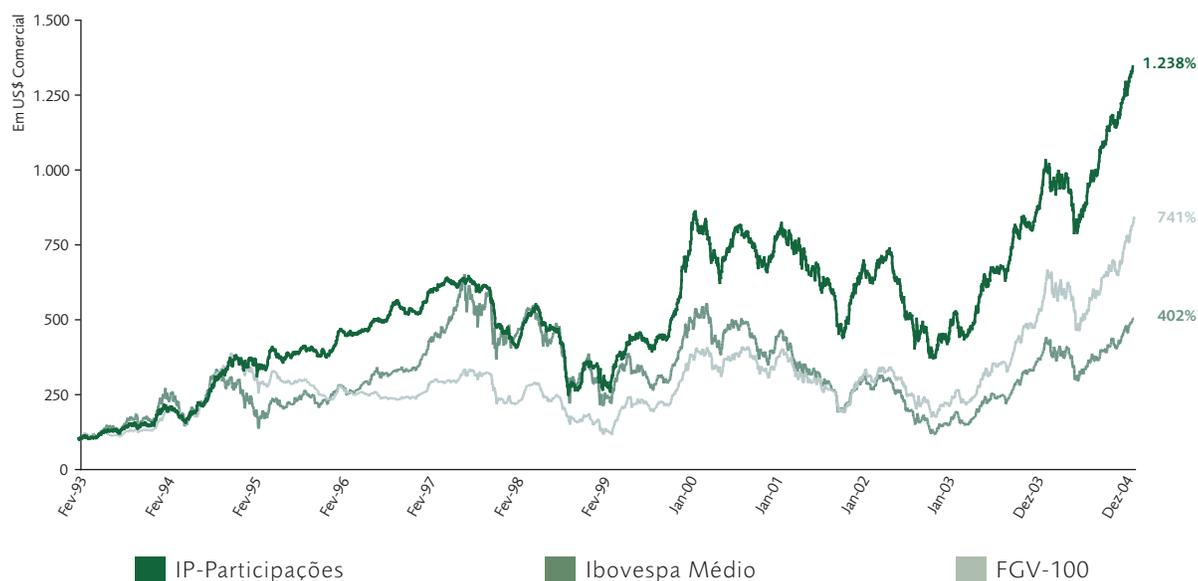
Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 138.276

USD 52.093

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93 a 31/12/04



INFORMAÇÕES

Aplicação

Mínimo Inicial: R\$ 100.000

Mínimo Adicional: R\$ 20.000

Aplicações inferiores a R\$ 100.000 poderão ser efetuadas através de outras instituições financeiras especializadas e credenciadas, que distribuem o IP-Participações sem qualquer custo adicional para o cliente. Favor consultar-nos para maiores informações.

Quota de Aplicação: 1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.

Horário de Movimentação: As aplicações devem ser informadas impreterivelmente até às 14:00h.

Conta do Fundo (Para TED):

Banco Itaú (341) Agência 2001 - Private Bank C/C 09317-4
Favorecido: IP-Participações Fundo de Investimento em Ações
CNPJ: 29.544.764/0001-20

Resgate

Mínimo: R\$ 20.000

Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000

Quota de Resgate: 1 dia útil após a solicitação.

Horário de Movimentação: Os resgates devem ser informados impreterivelmente até às 14:00h.

Prazo de Liquidação: 4 dias úteis após a solicitação.

Liquidez: Diária.

Taxas

Taxa de Administração: 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.

Taxa de Performance: 15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M, com "marca d'água".

As taxas são calculadas diariamente e pagas mensalmente.

Imposto de Renda: 15% sobre os ganhos nominais, recolhido a cada resgate.

IOF: Os resgates efetuados até o 29º dia contados da aplicação sofrerão incidência de IOF regressivo.

Extratos e Relatórios: Mensalmente o quotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pela gestora.

Divulgação do Valor da Quota

Diariamente no caderno Finanças do Valor Econômico, no ranking dos Fundos de Ações outros, também disponível pelo Disque-quotas: tel. (21) 2104-0560, ou pelo site www.investidorprofissional.com.br.

Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar - Leblon - 22440-032 - RJ

Tel: (55 21) 2104 0506 Fax: (55 21) 2104 0561

www.investidorprofissional.com.br

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:



O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,59% no trimestre. No ano de 2004, o Fundo acumulou valorização de 16,73%, ou 103,45% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 35,19%, ou 127,39% do CDI.

INTRODUÇÃO

O principal pilar da estratégia de gestão é a análise fundamentalista, que objetiva a identificação de distorções entre preço e valor justo dos ativos. Esta é complementada pela identificação de catalisadores para convergência do preço-valor justo dos ativos. A estratégia fundamentalista busca oportunidades especialmente em movimentos extremos de mercado, em que os preços dos ativos se distanciam significativamente de seus valores justos. Esta estratégia implica por diversas vezes em assumir posições contrárias ao consenso do mercado, podendo ocasionar perdas de curto prazo.

No trimestre, a performance abaixo do CDI foi consequência da exacerbação das distorções (já relevantes) entre preço e valor justo de alguns ativos. Dentre as principais contribuições negativas para a performance de curto prazo, vale destacar duas operações *short*, que são detalhadas adiante no relatório. Apesar do resultado negativo no período, os fundamentos destas operações permanecem sólidos, assim como as perspectivas de ganho no médio prazo.

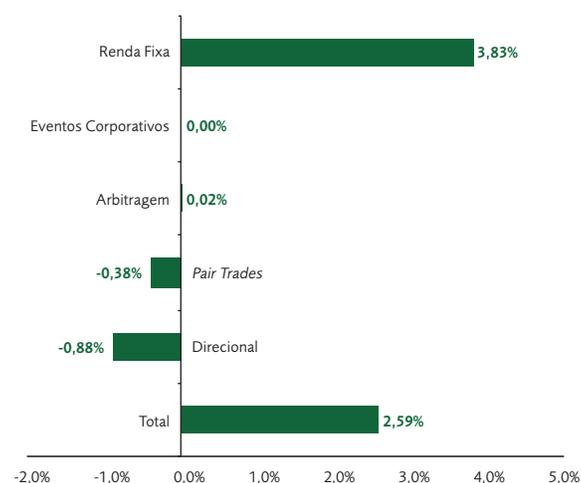
No trimestre, a exposição bruta do Fundo foi aumentada significativamente à medida que se identificou maior número de distorções, alcançando o maior patamar histórico do Fundo, de 47,4%.

DESEMPENHO/RESULTADOS

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,59% no trimestre, o que equivale a 65,02% do CDI. No ano de 2004, o Fundo acumula valorização de 16,73%, ou 103,45% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 35,19%, ou 127,39% do CDI.

No trimestre, o Fundo registrou perdas nas operações direcionais e *pair trades*, conforme o gráfico a seguir.

Retorno por Estratégia (no trimestre)



As principais contribuições negativas do trimestre foram originadas por duas operações *short*, cujo racional segue descrito abaixo:

Posição vendida em Companhia Siderúrgica Tubarão

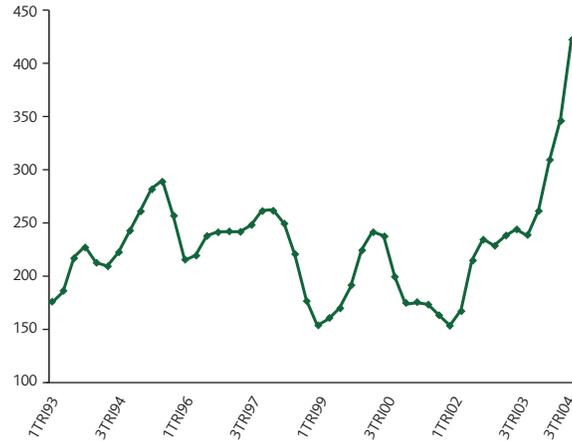
Exposição Média do Fundo: 2.5%

Um dos destaques negativos do trimestre foi a posição vendida em CST. Em função do excelente momento do ciclo, e conseqüentemente forte *momentum* de resultados, todas as ações do setor siderúrgico se valorizaram de maneira expressiva. Após esta apreciação, foi identificada uma distorção significativa entre preço e valor justo da ação de CST.

Em função de um desequilíbrio entre a oferta e demanda mundial de produtos siderúrgicos, os preços dos aços planos se elevaram de forma muito brusca e expressiva.

O gráfico abaixo mostra o comportamento do preço das placas de aço exportadas pela CST.

Preço Placa CST (US\$/Ton)



Fonte: CST

O atual nível de preços dos aços planos é claramente insustentável no médio/longo prazo. O retorno sobre capital investido da CST encontra-se próximo a 30%¹, nível este extremamente elevado e não sustentável diante da baixa barreira à entrada do setor e das adições de capacidade previstas para os próximos anos. À medida que os preços cederem (de forma brusca ou gradual), a empresa deverá registrar resultados menos expressivos.

A empresa negocia hoje significativamente acima de seu valor justo (DCF). Este fato é reforçado pelas recentes negociações envolvendo acionistas estratégicos da companhia. Em 2004, CVRD e o bloco de acionistas japoneses venderam suas participações na CST pelo preço médio de aproximadamente US\$ 40 por lote de 1000 ações, assim como o Fundo dos empregados (este último há poucas semanas). Detalhe: As ações vendidas por US\$ 40 faziam parte do acordo de acionistas da CST e tinham garantia de acesso ao valor estratégico, representando ativos muito mais valiosos que as ações preferenciais sem *tag-along*, que negociam em mercado atualmente na faixa de US\$ 55-60².

CST, Acesita, Belgo Mineira e Vega do Sul estão na iminência de uma incorporação que dará origem à Arcelor Brasil. Uma hipótese provável é de que o método a ser utilizado para estabelecer a relação de troca entre suas controladas seja o Valor Econômico. Além de CST negociar acima de seu valor justo (DCF), as recentes negociações (balizadores do Valor Econômico da ação) a níveis muito inferiores ao valor de mercado podem prejudicar

¹ tomando como base o resultado projetado para 4º Trimestre 2004 e 1º Trimestre 2005

² base 31/dezembro/2004

a empresa no momento da incorporação.

Em adição aos fundamentos de médio prazo, uma série de possíveis catalisadores negativos reforça os fundamentos da posição vendida. Entre eles, é válido citar:

- Formação da Arcelor Brasil em 2005.
- Forte aumento nos preços dos insumos nos Segundo e Terceiro Trimestres de 2005.
- Fim do efeito *deleverage*/compressão dos múltiplos da empresa, uma vez que a empresa já apresentou forte redução de dívida e em 2005 será iniciado um novo ciclo de investimentos.
- Reversão na tendência de alta nos preços contratados, que hoje se encontram em patamares insustentáveis.

Apesar do resultado negativo no período, os fundamentos da operação permanecem sólidos.

Posição vendida em ações recentemente distribuídas em oferta pública

Exposição Média do Fundo: 3,0%

Hoje existe um *gap* de valuation muito claro entre as empresas recém distribuídas em ofertas públicas iniciais (IPO's) e as demais empresas do mercado. Enquanto o valor de mercado das *IPO companies* incorpora um cenário de crescimento muito elevado e rentável, além de minimizar uma série de riscos relevantes, outras empresas de qualidade do mercado negociam significativamente abaixo de seu valor justo conservador, em um cenário onde o crescimento potencial não é precificado.

Esta distorção pode ser explicada por uma série de fatores, valendo destacar:

- Forte trabalho de marketing exercido pelos colocadores.
- Alto nível de governança corporativa – que não é exclusividade das *IPO companies*.
- Perspectivas de crescimento rentável – que em alguns casos é questionável.

No entanto, mais importante que compreender os motivos, é estudar minuciosamente os fundamentos destas empresas para avaliar a sustentabilidade do movimento. Na visão da Investidor Profissional, esta grande distorção não é fundamentalmente justificável e tende a se corrigir ao longo do tempo à medida que:

- O *gap* de crescimento precificado entre as *IPO companies* e as demais companhias de mercado não se verificar.

- Riscos relevantes das *IPO companies*, que hoje são minimizados, se verificarem.

Dentre os riscos que podem estar sendo minimizados, vale destacar:

- Novos entrantes – Alguns dos negócios possuem baixa barreira de entrada e tendem a ganhar competição ao longo do tempo.
- Reestruturação/*turn-around* de concorrentes – Alguns dos negócios têm se favorecido da situação desfavorável de concorrentes. Em alguns casos o *turn-around* já começa a se desenhar.
- Rentabilidade mais baixa no crescimento – O caminho natural de uma empresa é iniciar suas operações pelo mercado mais atrativo (ou mais rentável). Muitas vezes a rentabilidade nos novos mercados é inferior à rentabilidade original.
- Riscos regulatórios – As intervenções regulatórias não ocorrem com frequência, o que pode levar investidores a minimizarem o risco. No entanto, no caso de algumas empresas, constitui um risco relevante.

Em função da distorção entre preço e valor justo de empresas recém distribuídas em ofertas públicas, foi montada uma posição short em uma cesta de *IPO companies*, contendo as empresas com maior distorção entre preço e valor justo.

Apesar do resultado negativo no trimestre, os fundamentos da operação permanecem sólidos.

Posição comprada em Braskem

Exposição Média do Fundo: 2,0%

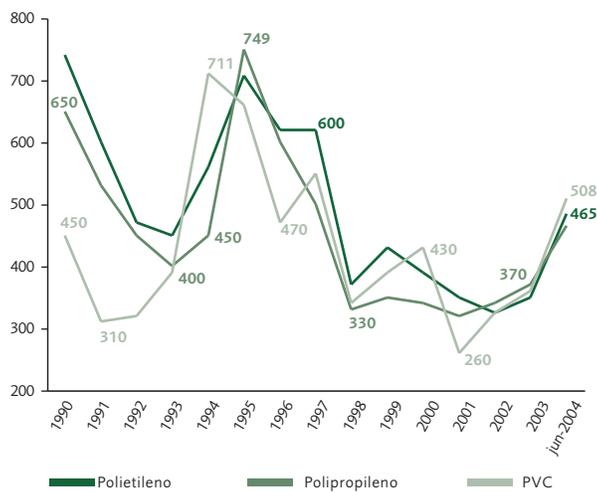
Um dos destaques positivos do trimestre foi a posição comprada em Braskem, maior petroquímica da América Latina.

No final do terceiro trimestre, foi possível montar uma posição a níveis de preço bastante atrativos (EV/Ebitda 05: 3,2), mesmo considerando patamares normalizados de preço para os produtos petroquímicos.

A melhora do cenário no mercado interno também vem favorecendo a companhia. O mercado interno, que absorveu 75% das vendas da companhia em 2003, vem apresentando taxas de crescimento elevadíssimas ao longo de 2004: o segmento de resinas termoplásticas, no qual a Braskem possui liderança na maior parte dos produtos, cresceu acima de 15% no período Janeiro-Outubro.

Em adição a isto, a empresa deve ser favorecida por um forte *momentum* de resultados. O setor petroquímico possui um padrão cíclico particular. Ao contrário de outros setores cíclicos como papel e celulose ou siderurgia, os ciclos de preço são extremamente longos. Isto se deve ao longo período de tempo necessário para a realização de um projeto petroquímico. Dado isto, Braskem possui pela frente fortes resultados, que podem durar ainda até o fim de 2006 (vide gráfico abaixo).

Spread Nafta-Resinas Plásticas US\$/ton



Fonte: CMAI

A combinação de posicionamento, *momentum* de resultados, preços atrativos e *tag-along*, representou uma boa oportunidade de compra.

A operação já foi desmontada com lucro significativo para o Fundo.

Posição comprada em bônus de subscrição do Banco do Brasil

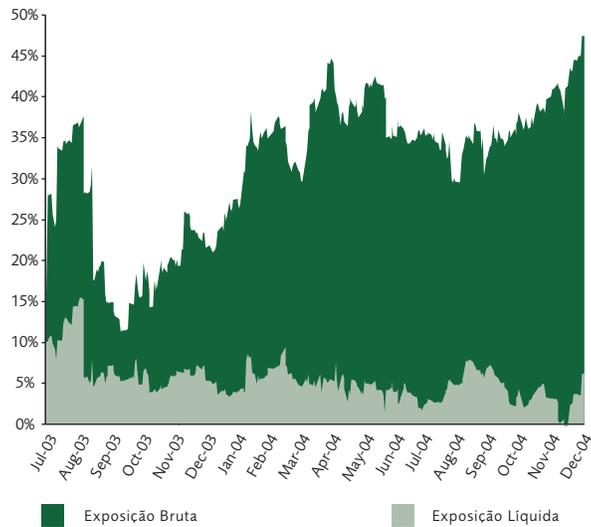
Exposição Média do Fundo: 2,0%

Também contribuiu positivamente a operação comprada em bônus de subscrição de Banco do Brasil (BBAS12 e BBAS13), detalhada no último relatório trimestral.

EXPOSIÇÃO / RISCO

No trimestre, o nível de exposição médio do fundo foi aumentado significativamente (vide gráfico abaixo). Ao final do trimestre, a exposição bruta era de 47,4% e a exposição líquida, de 6.2%.

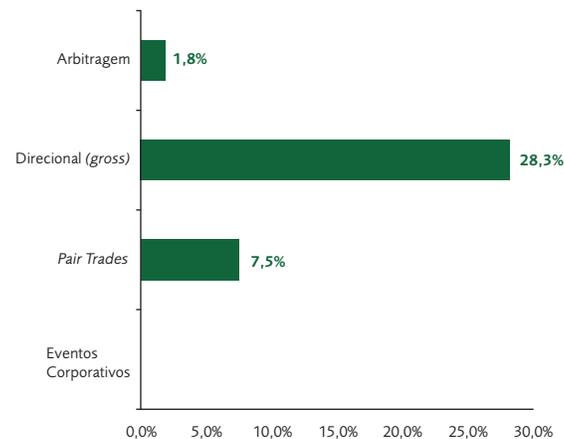
Exposição Total (desde o início do Fundo)



16

A exposição por estratégia pode ser observada no gráfico abaixo. A exposição nas estratégias de arbitragem, direcional e *pair trades* foi aumentada, à medida que novas oportunidades foram vislumbradas.

Exposição do Fundo por estratégia em 30/12/04



Este aumento na exposição do Fundo reflete o maior número de oportunidades vislumbradas e alimenta o otimismo da equipe de gestão acerca do ano de 2005.

Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FIF	CDI	% CDI	PL (R\$ mil)
Dezembro 04	0,34%	1,48%	22,9%	140.752
Novembro 04	1,29%	1,25%	103,7%	142.141
Outubro 04	0,94%	1,21%	77,8%	135.617
Setembro 04	1,61%	1,24%	129,7%	116.813
Agosto 04	1,88%	1,29%	146,2%	63.487
Julho 04	2,16%	1,28%	168,3%	43.487
Junho 04	1,52%	1,22%	124,6%	37.699
Mai 04	1,67%	1,22%	136,9%	33.025
Abril 04	0,41%	1,17%	34,9%	32.975
Março 04	1,06%	1,37%	77,4%	28.950
Fevereiro 04	1,67%	1,08%	154,9%	22.375
Janeiro 04	1,03%	1,26%	81,4%	20.093
Dezembro 03	2,04%	1,37%	149,6%	12.829
Novembro 03	2,32%	1,34%	173,0%	9.951
Outubro 03	2,41%	1,63%	147,4%	6.563
Setembro 03	2,71%	1,67%	162,1%	2.739
Agosto 03	2,19%	1,76%	124,0%	1.210
Julho 03 (*)	3,21%	1,61%	198,8%	632
12 meses	16,73%	16,17%	103,4%	
2004 (YTD (**))	16,73%	16,17%	103,4%	140.752
2003 (*)	15,82%	9,76%	162,1%	12.829
Desde 07/07/2003	35,19%	27,63%	127,4%	140.752

(*) Início do Fundo em 07/07/03
Valor da Quota: R\$ 135.194225

(**) Até 03 de janeiro
Média PL nos últimos 15 meses (mil): R\$ 47.438

INFORMAÇÕES

Aplicação

Mínimo Inicial: R\$ 100.000

Mínimo Adicional: R\$ 20.000

Quota de Aplicação: 1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.

Horário de Movimentação: As aplicações devem ser informadas impreterivelmente até às 14:00h.

Conta do Fundo (Para TED):

Banco Itaú (341) Agência 2001 - Private Bank C/C 12032-4

**Favorecido: IP-Equity Hedge Fundo de Investimento Financeiro
CNPJ: 05.728.069/0001-50**

Resgate

Mínimo: R\$ 20.000

Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000

Quota de Resgate: 3 dias úteis após a solicitação.

Horário de Movimentação: Os resgates devem ser informados impreterivelmente até às 14:00h.

Prazo de Liquidação: 4 dias úteis após a solicitação.

Liquidez: Diária, com taxa de saída de 5% sobre o valor bruto resgatado.

Resgate Programado: Os resgates solicitados até o dia 10 de cada mês serão pagos no último dia útil do referido mês, utilizando-se a quota do dia útil imediatamente anterior. Os resgates programados são isentos da taxa de saída.

Taxas

Taxa de Administração: 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do CDI, com "marca d'água".

As Taxas de Administração e de Performance são calculadas diariamente e pagas mensalmente.

Taxa de Saída: 5% sobre o valor bruto resgatado, em benefício do Fundo. Os resgates programados são isentos da Taxa de Saída.

Imposto de Renda: Entre 15% e 22,5% sobre os ganhos nominais, dependendo do tempo de permanência no fundo. O imposto será calculado e recolhido apenas nos meses de maio e novembro, ou no resgate, se ocorrer em data anterior.

IOF: Os resgates efetuados até o 29º dia contados da aplicação sofrerão incidência de IOF regressivo.

Extratos e Relatórios: Mensalmente o quotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pelo administrador da carteira.

Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar

Leblon 22440 032 RJ

Tel: (55 21) 2104 0506

Fax: (55 21) 2104 2561

www.investidorprofissional.com.br

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:



ALEATÓRIAS

• *"A essência de uma bolha de especulação é um tipo de feedback (retorno), dos aumentos de preço para um maior entusiasmo da parte dos investidores, para maior demanda, e daí para novos aumentos de preço. A alta demanda pelo ativo é gerada pela memória do público de altos retornos no passado, e pelo otimismo que esses altos retornos geram com relação ao futuro. O feedback pode amplificar as forças positivas que afetam o mercado, fazendo com que chegue a níveis mais altos do que chegaria se estivesse reagindo apenas diretamente a estas forças positivas. Além disso, uma bolha não se sustenta indefinidamente. Os preços não podem subir eternamente, e quando os aumentos de preços chegam ao fim, a demanda incrementada que esses aumentos geraram também chega ao fim. Então, um feedback de queda pode substituir o de alta."* - Robert Shiller – Cowles Foundation Discussion Paper No. 1303 / Maio 2001

• *"Se todos estiverem pensando da mesma forma, é porque alguém não está pensando."* - George S. Patton, Jr.

• *"Já passei por pelo menos meia dúzia de períodos nos quais as pessoas pensam que nunca terão uma oportunidade de comprar títulos a preços inteligentes. Mas isso sempre muda."* - Warren Buffett.

• *"As pessoas dizem que gostariam que seus administradores pensassem como acionistas e tentam remunerá-los de maneira que passem a pensar assim. Bem, é muito fácil pensar como acionista quando você se torna um deles."* - Warren Buffett.

• *"Gostamos de investir muito dinheiro nas coisas nas quais acreditamos bastante. E isso nos leva de volta à diversificação. Nós achamos que a diversificação, como é praticada de modo geral, não faz muito sentido para alguém que saiba o que está fazendo. A diversificação serve como proteção contra a ignorância. Se você deseja se assegurar de que nada de ruim acontecerá a você em relação ao mercado, você deveria possuir tudo. Não há nada de errado com isso. É um enfoque perfeitamente fundamentado para alguém que não saiba como analisar os negócios.*

Mas se você sabe como avaliar os negócios, é loucura ser dono de ações de 50 empresas ou 40 empresas ou 30 empresas, provavelmente porque não existem tantos negócios maravilhosos que sejam compreensíveis a um único ser humano, sem sombra de dúvida. Abrir mão de comprar mais uma parcela de algum negócio extraordinário para, ao invés disso, colocar seu dinheiro no número 30 ou 35 de sua lista de negócios atraentes, parece, para Charlie e eu, ser simplesmente loucura." - Warren Buffett.



Sócios:

Roberto Vinhães
Christiano Fonseca Filho
Pedro Chermont
João Emílio Ribeiro Neto
Isabella Saboya
Bruno Levacov
Elsen Carvalho

Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar - Leblon
22440-032 - Rio de Janeiro - RJ - Brasil
Tel. (55 21) 2104 0506 - Fax (55 21) 2104 0561
faleconosco@investidorprofissional.com.br
www.investidorprofissional.com.br