

IP-Participações

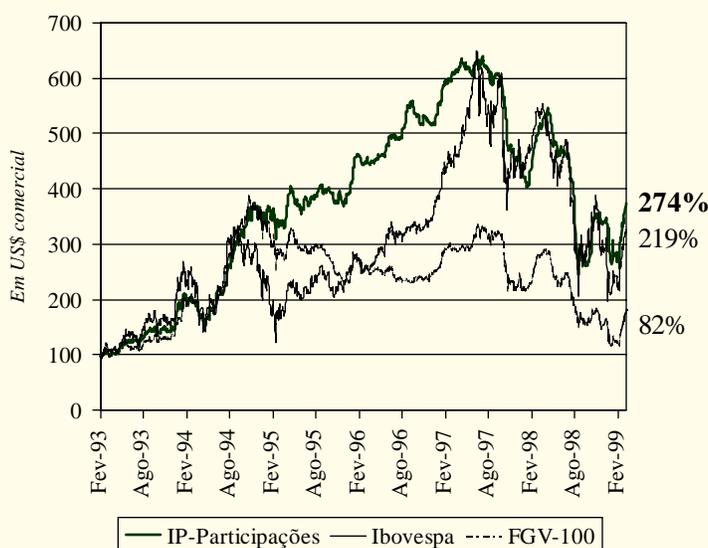
Relatório de Gestão

MARÇO - 1999

Roberto Vinhães, Alberto Güth e Maurício Bittencourt - (05/04/99)

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93* a 31/03/99



(*) Início da gestão Investidor Profissional

Fontes: Anbid, Bovespa e F. G. V.

Sumário

- O fato de uma ação estar subindo 50% no ano, por exemplo, não significa necessariamente que a alta foi exagerada. É o caso de verificar, antes de mais nada, se seu “preço de partida” era razoável, assim como as mudanças de perspectiva no período.
- O ano de 1998 foi muito positivo para a Elevadores Atlas, a principal posição de nossa carteira.
- Consideramos o desempenho de Saraiva, tanto em 1998 quanto neste triênio em que estivemos presentes, bastante satisfatório. A certeza de que o valor da empresa é muito superior ao preço de mercado só aumentou, e acreditamos que tanto uma melhora das expectativas gerais do mercado quanto a continuidade de importantes iniciativas da empresa reduzirão significativamente esta divergência.
- Realizamos grande parte do lucro auferido nas ações mais líquidas ao longo dos últimos meses, investindo estes recursos em empresas cujas ações possuem menor liquidez a preços bem mais interessantes. Esperamos que, passado este momento inicial de “euforia”, estas ações sejam reprecificadas a níveis mais compatíveis com o cenário atual.

Este relatório é publicado somente com o propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional e não deve ser considerado como oferta de venda do Fundo IP-Participações. Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação accidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste relatório. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório 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. Performance passada não é garantia de performance futura.

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Participações** no mês de março foi de 16,0% em reais (alta de 39,1% em dólares), líquida de todos os custos. Com este resultado, o Fundo apresenta alta no preço das cotas de 55,9% em reais (alta de 9,4% em dólares) em 1999. Desde março de 1993, início da gestão pela **Investidor Profissional**, o Fundo acumula valorização de 273,9% em dólares.

Voltamos a apresentar resultado expressivo na variação das cotas do Fundo. A reversão de expectativas macroeconômicas foi grande em março, o que fez com que algumas de nossas ações tenham apresentado valorização significativa. Entretanto, o simples fato de uma ação estar subindo 50% no ano, por exemplo, não significa necessariamente que a alta foi exagerada ou que há chance dela vir a cair nos próximos meses. É o caso de verificar, antes de mais nada, se seu “preço de partida” era razoável, assim como as mudanças de perspectiva no período.

Quando analisamos esses aspectos e suas implicações para as empresas do Fundo, temos a convicção de que a diferença entre preço e valor ainda é muito grande. O exemplo de Saraiva nos parece bastante ilustrativo. Conforme poderá ser observado na seção Carteira, a geração de valor na companhia ao longo dos últimos anos foi muito significativa. E apesar disso, suas ações estão sendo negociadas a R\$ 3,00, 56% abaixo do preço de negociação da ação em meados de 97. E podemos encontrar alguns outros exemplos como esse no Fundo. Acreditamos, portanto, que a distorção de fato se reduziu, mas ainda nos oferece uma relação risco retorno muito satisfatória. É com este horizonte que vimos administrando o Fundo nos últimos meses.

Carteira

Como de costume, março foi marcado pela publicação dos resultados de importantes empresas nas quais investimos. Vamos à análise de alguns deles.

Elevadores Atlas

O ano de 1998 foi muito positivo para a principal posição de nossa carteira. Entretanto, é preciso analisar com cuidado os resultados, especialmente em razão dos gastos excepcionais com a transferência da fábrica para Londrina.

A empresa apresentou lucro líquido de R\$ 3 milhões, inferior aos R\$ 37 milhões de 1997. Se excluirmos o impacto (depois de impostos) das despesas não recorrentes relativas à implantação da nova fábrica em Londrina, o lucro líquido do exercício seria de R\$ 47 milhões, neste caso 25% maior do que o de 1997.

Para cálculo da geração de caixa, vale recordar o impacto da amortização da carteira de clientes. Trata-se de uma despesa anual de R\$ 17 milhões, que não implica desembolso de caixa mas que reduz o imposto pago.

A desvalorização cambial impactou negativamente o balanço graças a uma dívida não hedgeada de cerca de US\$ 30 milhões. Do ponto de vista operacional, a empresa está bem posicionada entre os concorrentes, pois conta com menor percentual de insumos importados. Outra boa notícia, em especial para uma empresa com inúmeros contratos de longo prazo, é a inflação estar dando sinais de desaceleração.

As ações apresentaram boa reação em março, retornando ao preço “pré-crise da Rússia”, em torno de R\$ 18/ação. Isso equivale a um valor de mercado de R\$ 450 milhões, e se traduz numa relação “preço/geração de caixa” de 7 para 1. Não é, com certeza, o ativo mais barato que temos na carteira, mas suas características mais do que justificam a manutenção em posição de destaque.

Eternit

O lucro líquido cresceu 27%, tendo atingido R\$ 70 milhões (contra R\$ 55 milhões em 1997).

Foram dois os principais motivos para a melhora do resultado: a aquisição de 50% da

Sama Mineração no final de 1997 e a utilização pela empresa, finalmente, dos Juros Sobre Capital Próprio (JCP):

1. A Sama apresentou lucro líquido de R\$ 40 milhões, confirmando nossa avaliação de que o preço pago na ocasião, de R\$ 230 milhões, foi bastante atraente.
2. O uso do JCP reduziu a base tributária, implicando alíquota efetiva (Imposto de Renda e Contribuição Social) de 24%, contra os 32% dos últimos exercícios, e economia de R\$ 7 milhões.

Na comparação do resultado consolidado com o do exercício do ano passado, a única piora é a de resultados financeiros. Eles caíram de R\$ 32 milhões em 1997 para R\$ 25 milhões em 1998. A queda, amplamente justificável, se deve à redução de caixa decorrente da aquisição da Sama.

A empresa fez em dezembro uma distribuição antecipada de dividendos e juros sobre o capital próprio de R\$ 47 milhões. A distribuição revela evolução importante para uma empresa que tende a reter muito mais caixa do que parece necessário. Ao final do ano, depois desta distribuição aos acionistas, a Eternit ainda dispunha de R\$ 110 milhões em caixa, e sem dívidas. A companhia está sendo negociada em bolsa por cerca de R\$ 210 milhões. Somando-se o caixa líquido de R\$ 110 milhões a uma geração operacional de caixa anual (depois de impostos) acima de R\$ 50 milhões, conclui-se que se trata de uma das ações mais baratas do mercado, mesmo após a forte valorização observada ao longo dos últimos meses.

Saraiva

O resultado reportado de 1998 foi de R\$ 13,9 milhões.

O número não permite comparação imediata com os anos anteriores em função da aquisição da Editora Atual, relatada no relatório de julho de 1998. Esta empresa foi adquirida em julho de 1998 e vem passando por forte reestruturação (a ser concluída neste início de 1999). Buscando chegar a um dado que nos permita avaliar a evolução operacional da companhia, fazemos o seguinte exercício (valores em R\$ milhões):

Resultado reportado	+ 13,9
Reversão do Resultado de equivalência da Atual de 27 de julho a 31 de dezembro	+ 3,4
Efeito líquido de reversão de valor de <i>scrow account</i> relativa à compra da Atual,	- 1,1
Estimativa de despesas relativas à aquisição + receitas financeiras não auferidas, líquidas	+ 1,4
Resultado comparável ¹	= 17,6

Temos então a seguinte série desde 1996, ano em que nos tornamos acionistas relevantes da Companhia:

Lucro Líquido R\$ Milhões	Rentabilidade Patrimonial (%)
96	17,5
97	14,8
98	17,6

O ano de 1998 foi, portanto, médio para os padrões da Saraiva, excepcional quando confrontado com a situação do mercado em geral e abaixo do que esperamos da empresa.

⁽¹⁾ É importante ressaltar que neste exercício buscamos excluir somente os lançamentos extraordinários diretamente vinculados à aquisição pela Saraiva da Editora Atual. Em função do caótico ambiente fiscal em que vivemos, houve em 1998, como na maioria dos exercícios, lançamentos relevantes referentes a constituição e baixa de provisões fiscais com impacto negativo da ordem de R\$ 2 milhões. Como estes valores referem-se a impostos e juros sobre impostos relativos às operações da empresa em exercícios passados, não os encaramos como extraordinários, e sim como defasados.

Relatório de Gestão do Fundo IP-Participações

Acreditamos que a Saraiva dispõe de todos os meios para atingir rentabilidade patrimonial na casa dos 30%, e em caráter permanente e sustentado.

Se comparamos os resultados com as metas estabelecidas pela companhia em 1996, verificamos mais um desempenho satisfatório. Aí vão algumas explicações para isso:

- Foi implementada a reestruturação administrativa da Livraria, definiu-se o modelo MegaStore e promoveu-se a abertura de todas as 8 lojas previstas, com ênfase para o mercado-chave de São Paulo.
- Racionalidade na origem e alocação de capital.
- O projeto de construção da nova sede foi abandonado.
- Implementou-se uma política de dividendos satisfatória
- Tiveram início as recompras de ações em mercado.
- A estrutura de capital, antes exclusiva e desnecessariamente concentrada em recursos próprios, passou a incluir parcela adequada de recursos *de longo prazo* de terceiros, com captações junto a BNDES e IFC.
- Aquisição estratégica de editora do segmento de didáticos visando reforçar posição competitiva neste setor.
- Racionalização de despesas.

Despesas (% da receita líquida)

	96	97	98
SG&A* Editora	50,8	55,3	48,4
SG&A Livraria	34,7	35,7	32,7

* Despesas com vendas, gerais e administrativas

O “pico” de 97 deveu-se a despesas extraordinárias de reestruturação.

Embora a queda pareça pequena, é importante lembrar que, quando aplicado a faturamentos que excedem R\$ 100 milhões (o que ocorre tanto na Editora quanto na Livraria), cada ponto percentual de queda de despesas equivale a mais de R\$ 1 milhão economizados.

- Transformação em empresa de mercado

Não obstante os esforços da companhia (grande aumento de transparência a partir de relatórios anuais e trimestrais de qualidade e apresentações para investidores, implementação do plano de participação acionária junto aos colaboradores, além de relevantes dividendos), a evolução da liquidez e, principalmente, a convergência entre preço e valor das ações, revelaram-se aquém do que seria desejável. As duas principais causas foram:

- 1) Desinteresse do mercado por empresas privadas, conforme expresso pelo FGV-100, que apresentou queda nominal de pouco mais de 10% no triênio 96/98.
- 2) Foco da administração nos demais itens, onde o poder de influenciar e as circunstâncias eram mais favoráveis, impedindo que os esforços neste sentido fossem maiores.

	96	97	98
Número de negócios	213	770	472
Quantidade de ações negociadas (Milhões)	2,95	3,97	5,29

Concluindo, consideramos o desempenho da Saraiva, tanto em 1998 quanto neste triênio em que estivemos atentos, bastante satisfatório. A certeza de que o valor da empresa é muito superior ao preço de mercado só aumentou, e acreditamos que tanto uma melhora das expectativas gerais do mercado quanto a continuidade de importantes iniciativas da empresa reduzirão significativamente esta divergência.

Sadia

Vimos acompanhando a companhia há alguns anos, mas nunca tivemos a segurança necessária para montar uma posição de destaque. Em linhas gerais, apontávamos Sadia como uma empresa que atua em setor de qualidade razoável e que, apesar da força da marca e da qualidade dos produtos, não nos parecia ser administrada com o objetivo de maximização de valor para os acionistas. A companhia possuía algumas atividades de baixo valor agregado e com pequena rentabilidade, despesas sempre crescentes e superiores às empresas comparáveis, estrutura societária confusa (várias empresas de capital aberto) e rentabilidade inferior ao que se poderia esperar.

Ao longo dos últimos anos, teve início um processo de reestruturação do grupo. Os acionistas aprovaram a incorporação da Sadia Concórdia pela Sadia Frigobrás, criando assim a Sadia S.A., uma única empresa aberta que passa a congregiar todas as atividades operacionais. Atividades de baixo valor agregado e rentabilidade foram vendidas. E a tão esperada reestruturação administrativa – resultado da simplificação societária e do novo modelo gerencial – começa a mostrar seus resultados. Em 1998, verificou-se uma redução de custos da ordem de R\$ 20 milhões, o que nos deixou animados. É evidente que precisamos de mais alguns trimestres para comprovar se a companhia realmente passou por uma mudança cultural, mas os primeiros sinais são bastante animadores. Estaremos acompanhando de perto a evolução das despesas e seu comportamento será determinante para nossa decisão de aumentar ou reduzir a participação.

Outro aspecto de destaque é a atual política de remuneração aos acionistas. Em 1998, a empresa recomprou agressivamente ações de sua emissão. De um total de 67 milhões de ações recompradas, (que representam 14% do total de ações preferenciais atualmente existentes), 47 milhões foram canceladas. Além disso,

a empresa distribuiu 43% do lucro líquido de 1998 em dividendos, o que representa, dado o preço de aquisição de nossa participação, um *dividend yield* de aproximadamente 10%.

Apesar de toda a evolução verificada nos fundamentos da companhia, o preço de suas ações faz parecer que o mercado simplesmente ignorou esta evolução. Em julho de 1997, por exemplo, antes mesmo dos primeiros sinais da reestruturação aparecerem, suas ações eram negociadas a R\$ 1,20. Ao longo dos últimos meses, conseguimos comprar estas mesmas ações, após grande melhora dos fundamentos, por R\$ 0,65.

Pela cotação de fechamento do mês (R\$ 0,80), o Fundo está investindo, a preços extremamente convidativos, em ações de uma empresa sólida, com uma das marcas e distribuição mais fortes do país, e que exportou em 1998, mesmo com o câmbio desfavorável, 25% de sua produção. Projetamos para 1999 e para 2000 resultados recorrentes (que não consideram, por exemplo, o efeito contábil da desvalorização de janeiro de 99) que apontam para PLs de 3.5 e 3.0, respectivamente. Estamos confiantes de que se trata de mais um investimento que proporcionar excelente resultado para o Fundo ao longo dos próximos anos.

Perspectivas

O mercado brasileiro apresentou desempenho bastante positivo nos últimos meses. No trimestre fechado em março, a performance do Ibovespa foi de 50% acima da variação do IGPM no período. Foi o melhor resultado desde o primeiro trimestre de 1992.

A justificativa para o desempenho reside na percepção de que estamos emergindo de um cenário de grande instabilidade e incerteza para um no qual a vida continua. Estamos convencidos de que hoje o país se encontra numa situação bem mais favorável e confortável do que se previa. Até mesmo do que nós esperávamos...

Isso não quer dizer que a crise passou e que o Brasil não oferece mais riscos. A situação

é bem melhor, mas ainda há um longo caminho a percorrer. Isso reforça nossa convicção de que a seleção das empresas nas quais se pretende investir nunca foi tão importante. Atualmente, observamos o mercado de ações brasileiro muito polarizado, com as empresas de maior liquidez de um lado e as de menor liquidez de outro. Enquanto o primeiro grupo foi o grande beneficiário desta melhora de perspectiva, o segundo ainda não recebeu o devido impacto no preço de suas ações. Observamos diversas empresas de excelente qualidade que, dada a pequena liquidez de suas ações, são negociadas a preços muito baixos.

A título ilustrativo, não são poucos os casos onde o índice preço/lucro para os próximos 2 anos situa-se entre 3 e 4, mesmo quando utilizamos premissas bastante conservadoras. Ao mesmo tempo, observamos empresas – normalmente maiores e com mais liquidez em bolsa – sendo negociadas a múltiplos significativamente maiores. Neste cenário, a capacidade de analisar e selecionar ativos baratos e de qualidade se torna ainda mais relevante, de forma a encontrar as pérolas que o mercado oferece e a evitar as armadilhas das ações sobrevalorizadas. Esse é o nosso trabalho.

Realizamos grande parte do lucro auferido nas ações mais líquidas ao longo dos últimos meses, investindo estes recursos em empresas cujas ações possuem menor liquidez a preços bem mais interessantes. Esperamos que, passado este momento inicial de “euforia”, estas ações

sejam reprecificadas a níveis mais compatíveis com o cenário atual.

Acreditamos, portanto, que nossa estratégia de “garimpagem” trará resultados bastante interessantes para o Fundo ao longo do ano.

Aleatórias

- “A diferença de valor unitário entre as ações de controle e as minoritárias em geral é relativamente pequena, pois a não ser quando o controle é exercido abusivamente em benefício do controlador, não assegura vantagens patrimoniais que justifiquem a atribuição de valor muito maior às ações de controle”

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do Anteprojeto da Lei das S.A., em carta ao então Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, solicitando o veto presidencial ao artigo 254 em 08.11.1976.

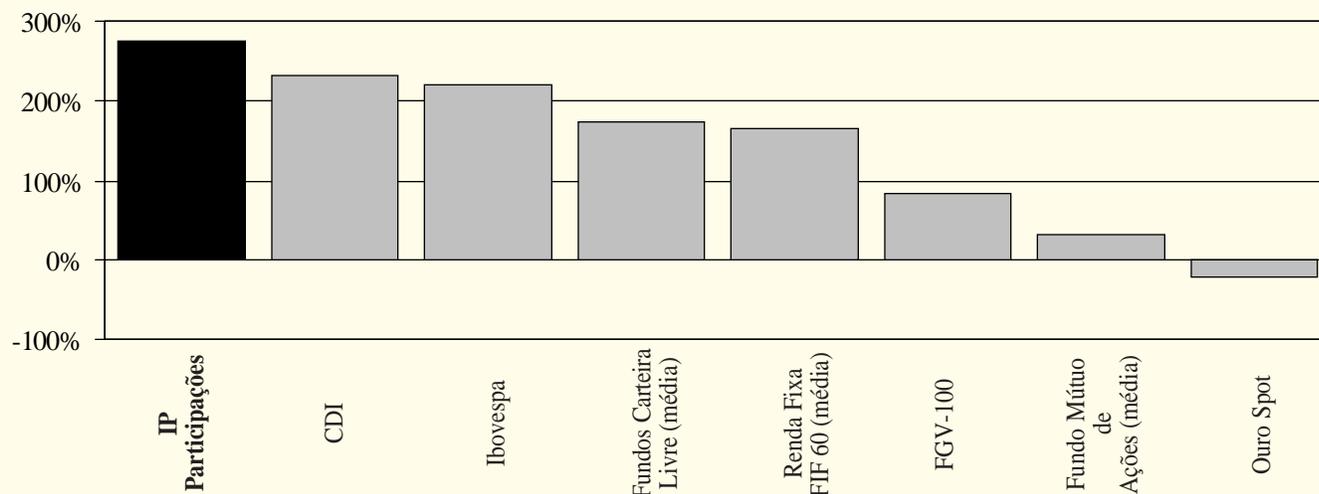
- “O orçamento nacional precisa ser equilibrado. As dívidas públicas devem ser reduzidas, a arrogância das autoridades deve ser moderada e controlada.

Os pagamentos a governos estrangeiros devem ser reduzidos, se a Nação não quiser ir à falência. As pessoas devem novamente aprender a trabalhar, em vez de viver por conta pública.”

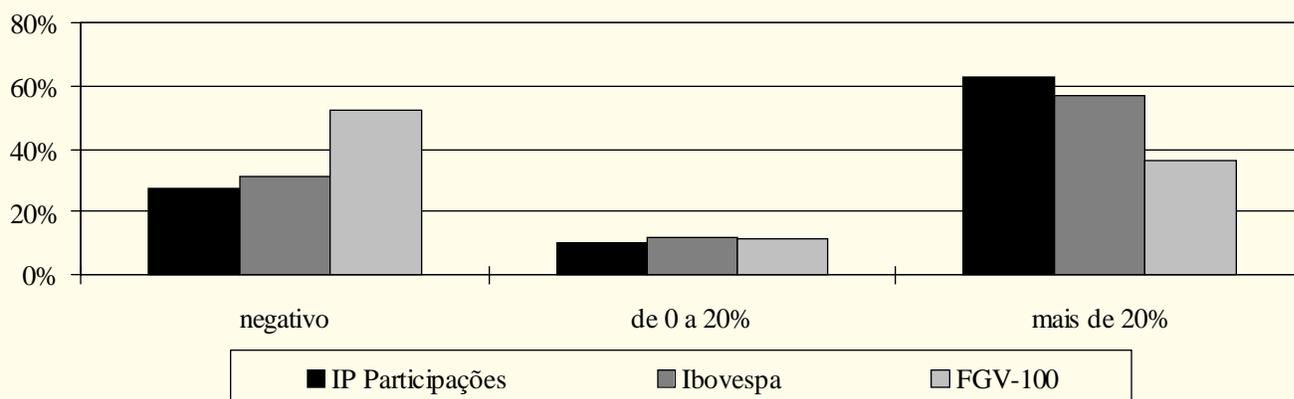
— Marcus Tullius Cicero Roma , 55 a.C

IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/03/99



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100 - Frequências de retornos anuais "trailing" diário - de 26/02/93 até 31/03/99



Rentabilidade em US\$ Com.

1993 (desde 26/02*)

1994

1995

1996

1997

1998

Março-99

Acum.1999

Acum. desde 26/02/93*

Volatilidade⁽²⁾

Max.Draw-Down⁽³⁾

IP-Participações⁽¹⁾

IBOVESPA

FGV-100

51,0%

142,5%

3,3%

36,0%

-10,8%

-25,5%

39,1%

9,4%

273,9%

29,0%

61,6%

65,4%

59,6%

-13,9%

53,2%

34,8%

-38,5%

43,9%

10,7%

219,4%

63,6%

69,6%

35,1%

165,2%

-35,1%

6,7%

-4,1%

-31,5%

54,3%

11,9%

82,3%

32,7%

70,4%

Valor da cota em 31/03/99:

R\$ 1,123066

US\$ 0.652187

Patrimônio Líquido (mil):

R\$ 41.421

US\$ 24,055

(*) início da gestão.

(1) A rentabilidade do fundo é líquida das taxa de performance e administração.

(2) Indicador estatístico que quantifica risco. Quanto mais elevado, maior o risco. É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(3) Maior queda observada em US\$ comercial desde 26/02/93.

Fontes: Anbid, Bovespa e F.G.V.

Rua do Carmo, 11 - 17º andar - Centro
Rio de Janeiro - CEP: 20011-020
Tel.: (021) 507-1148 e 221-2060
Fax: (021) 507-1302 e 507-1200
e-mail: ipdco@investidorprofissional.com.br
<http://www.investidorprofissional.com.br>

Informações (*)

Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 20.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 5.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

1º passo: Entre em contato com nosso Departamento Comercial (021) 507-1148 / 221-2060) informando o valor da aplicação **até às 15:00 hs.**

2º passo: As aplicações poderão ser efetuadas em cheque ou dinheiro em qualquer agência do Banco Itaú ou através de emissão de DOC. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

Banco Itaú - 341

Agência: 2001- Private Bank
C/C: 09318-2

Favorecido: Fundo IP Participações

As aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

3º passo: Envie-nos o comprovante de depósito ou DOC via fax **até às 16:30hs** do dia da aplicação.

É fundamental a leitura do regulamento do fundo antes de se tomar qualquer decisão de investimento.

- **Cálculo das cotas:** a quantidade de cotas adquirida será calculada pela cota do dia útil seguinte à disponibilidade dos recursos.

Resgate

- **Mínimo:** R\$ 5.000,00.
- **Procedimentos do resgate:** envie-nos por fax ou ligue para o Departamento Comercial (021-507.1148/221.2060) informando o valor do resgate **até às 15:00hs.**

As aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

- **Cálculo do resgate:** é feito pela cota do dia útil seguinte ao pedido e será pago quatro dias úteis após o pedido.
- **Carência:** não há carência.

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.
- **Taxa de Saída antecipada:** as aplicações que permanecerem no fundo por período inferior a 18 meses (540 dias) sofrerão a incidência de taxa de saída antecipado sobre o valor resgatado, revertida em favor do Fundo, de acordo com a tabela abaixo:
 - até 180 dias após a aquisição de cotas: 3%
 - de 181 a 360 dias após a aquisição de cotas: 2%
 - de 361 a 540 dias: 1%

Imposto de Renda

- 10% sobre o ganho nominal.
- Exclusivamente retido na fonte, pela instituição administradora, quando do resgate.
- O investimento deve ser declarado mas não integra a base de cálculo da declaração anual.

Divulgação do valor da cota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos de Carteira Livre – Renda Variável, ou ligue para o Disque-Cotas: (021) 242-2647

(*) Para maiores informações entre em contato com o nosso Departamento Comercial

Este fundo é
custodiado por:

Banco Itaú S.A.



Este fundo é
auditado por:

KPMG Peat Marwick