

Carta

Dynamo 48

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 4º TRIMESTRE DE 2005

www.dynamo.com.br

A Fogo e Ferro III

Nas Cartas anteriores, vimos como a dinâmica de crescimento da China e as características peculiares da organização industrial naquele país vêm contribuindo para um avanço expressivo de sua produção siderúrgica, notadamente no segmento de aços planos. Analisamos, ainda, os impactos deste crescimento no mercado mundial de minério de ferro, descrevendo os fundamentos que justificaram nossos investimentos neste setor.

Se a rápida expansão da capacidade de produção siderúrgica na China representa uma oportunidade para os fornecedores de insumos – principalmente minério de ferro –, significa também uma ameaça aos demais produtores de aço no mundo. Daí a resposta da indústria aos sinais dos tempos: deslocamentos maciços de produção, movimentos estratégicos de aquisições e fusões, alterações importantes no mix dos produtos. A recente oferta hostil da Mittal sobre a Arcelor é o exemplo mais emblemático destas transformações¹. Acompanhar estes desdobramentos é de fundamental importância para se compreender a geografia futura do setor e, conseqüentemente, as ameaças e oportunidades de investimento numa indústria globalizada. Por outro lado, reconhecemos também que há um segmento siderúrgico, o de produtos longos no Brasil, que, pelas suas características, permanece relativamente protegido da agitação externa e vem conseguindo manter uma relação retorno/risco mais interessante. Como ainda é cedo para conhecermos os resultados destes movimentos estratégicos recentes,

o objetivo desta Carta, mais modesto, é o de finalizar esta trilogia apresentando as razões do nosso otimismo com as perspectivas do setor de aços longos no Brasil.

Aços Longos x Planos

Inicialmente, pretendemos descrever as características do segmento de aços longos contrapondo-o com o de aços planos. A análise comparativa possui a vantagem de mostrar no mesmo exercício as razões do nosso otimismo relativo. Lembrando da última Carta, aços longos – vergalhões, barras, perfis, arames – são utilizados na indústria de construção civil, agricultura e de infraestrutura; aços planos – chapas, bobinas, folhas – principalmente, na automobilística e de transformação em geral.

Uma diferença básica importante entre aços longos e planos começa na cadeia de suprimento e de vendas: o segmento de longos conta com uma grande fragmentação de fornecedores de sua principal matéria-prima – a sucata – num mercado muito localizado onde o custo de transporte é proibitivo para um fornecedor em geral pouco capitalizado. Ou seja, o sucateiro (mais de 4 mil no Brasil) tem muito pouco poder de barganha na negociação de preço com o produtor de aço. Vale lembrar ainda que a sucata é rejeito do consumo de aço e, sendo assim, o próprio crescimento da indústria ao longo do tempo gera como sub-produto um aumento na oferta de sua principal matéria-prima, criando uma auto-disciplina sobre os custos de produção. Diferentemente, no segmento de planos,

Nosso Desempenho

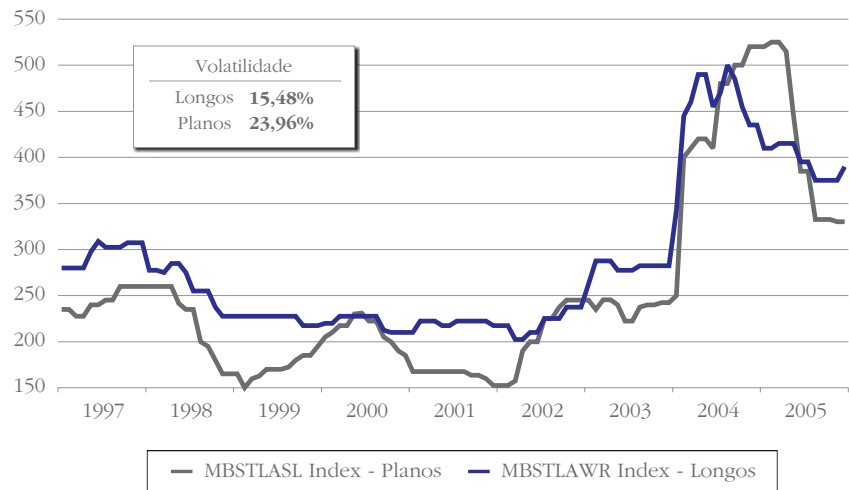
Neste quarto trimestre, o Dynamo Cougar rendeu 8,46%, acumulando um retorno de 24,51% no ano de 2005. O Ibovespa subiu 6,13% no trimestre e o IBX 7,96%, fechando o ano com 27,06% e 37,26%, respectivamente. O resultado do Fundo em 2005 é perfeitamente compatível com a nossa maneira de investir e com a observação de que costumamos ficar atrás dos principais índices em momentos de mercado mais forte (*bullish*). Desde o início de suas atividades em setembro de 1993, o Dynamo Cougar rendeu 35,91%^{aa} em dólar e 31,14%^{aa} sobre o IGP-M. Neste mesmo período, o Ibovespa apreciou 13,68%^{aa} em dólar e 9,68%^{aa} em IGP-M.

Antes de comentarmos o desempenho do Dynamo Cougar, cabe algumas notas sobre a recente performance da Bolsa. Nos últimos três anos, o Ibovespa acumula um retorno de 195% em Reais nominais e de 345% em dólar, enquanto o IBX 219% e 381%, respectivamente. Em tese, a boa performance de um mercado de ações pode ser atribuída a três fatores: i) crescimento de lucros das empresas; ii) aumento de liquidez; iii) mudanças nos padrões de descontos intertemporais.

De fato, 2005 foi mais um ano de crescimento global com abundante liquidez internacional, trazendo um fluxo consistente de recursos para os

(1) Trata-se da oferta do maior produtor mundial para adquirir o segundo maior. A Mittal chegou nesta posição após 7 aquisições nos últimos 5 anos e a Arcelor é resultado da fusão em 2001 de outras três grandes do setor: Usinor, Arbed e Aceralia.

Gráfico 1 – Aços Longos x Planos - Preços Internacionais Históricos



Fonte: Bloomberg, Dynamo

como vimos na Carta anterior, os fornecedores de minério são bastante concentrados, o que lhes confere um expressivo poder de barganha nas negociações. O mesmo se dá na ponta de clientes. Os produtores de longos possuem milhares de clientes pulverizados – pequenos agricultores, lojas de material de construção, inúmeras construtoras e empreiteiras, etc. – enquanto que os produtores de planos costumam enfrentar negociações de preços mais delicadas com as montadoras e outras grandes indústrias da transformação.

Os produtos longos – arames, vergalhões – por possuírem menor valor agregado e por serem de pior compactação apresentam um custo relativo de transporte mais alto (costuma-se dizer que ‘viajam’ menos), são menos *tradables*. Ou seja, uma menor distância entre produção e consumo é um elemento de vantagem competitiva importante neste segmento, daí que os produtores locais estejam relativamente protegidos de invasões transoceânicas. Vantagem esta que cresce quanto maior o deslocamento da demanda para o interior, como é o caso da agricultura, por exemplo. Além disso, os produtos longos apresentam uma grande quantidade de especificações - pela multiplicidade de usos finais – que, associadas à característica capilar do consumo, onde a entrega final muitas vezes se dá em peque-

nas quantidades, aumenta consideravelmente a complexidade do suprimento, fazendo da logística de distribuição uma importante barreira à entrada no setor. Tanto é que os grandes *players* locais – Arcelor e Gerdau – têm seus próprios centros de serviços, onde o processamento e a distribuição são devidamente customizados. Da mesma forma, o porte reduzido e a grande dispersão dos clientes reforçam a baixa de capacidade de importação direta no setor. No caso dos planos, como o valor agregado dos produtos e o volume unitário dos pedidos costumam ser significativamente maiores, os produtos tornam-se bem mais *tradables* e as fronteiras mais vulneráveis².

Outra característica interessante da aciaria de longos é que ela admite investimentos de expansão de menor porte, em geral modulares, compatíveis com o crescimento gradual do mercado. Além disso, o processo a forno elétrico, usado pelas unidades produtoras conhecidas como *minimills* na confecção de aços longos, permite desligamentos e re-ligamentos conforme a disponibilidade e o custo dos insumos, conferindo um maior controle sobre a produção e, portanto, maior disciplina da oferta. Finalmente, a manufatura de longos exige ainda menores requerimentos de inovações tecnológicas.

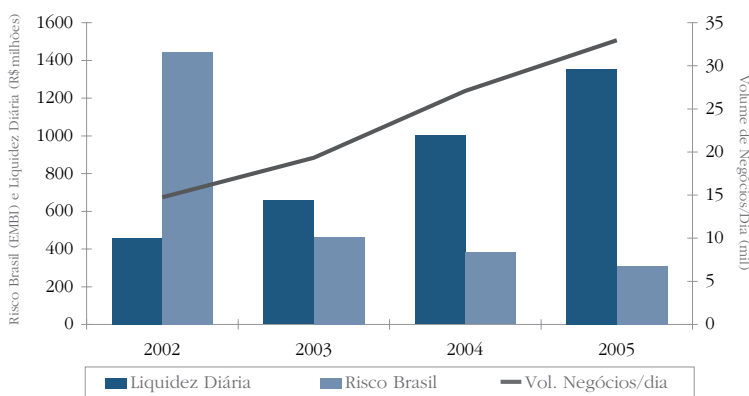
Já na produção de planos, onde a escala costuma ser um elemento importante de vantagem competitiva, os investimentos são elevados e discretos, gerando capacidade ociosa num primeiro momento, o que atrasa o *pay-back* dos projetos e pressiona os preços de mercado. Adicionalmente, dada a natureza do processo de produção, onde o custo do esfriamento do alto-forno é proibitivo, a oferta de planos torna-se bem mais inelástica. Por fim, os clientes também são mais sofisticados – além de mais organizados e concentrados – como, por exemplo, a indústria automobilística, que vem exigindo um constante esforço tecnológico de desenvolvimento de

Nosso Desempenho

países emergentes, entre eles o Brasil. Estatísticas indicam que a entrada líquida de recursos dedicados para países emergentes saltou de US\$ 4 bi-

lhões em 2004 para US\$ 20 bilhões em 2005. De fato, a liquidez diária do Ibovespa subiu 35%, conforme o gráfico abaixo.

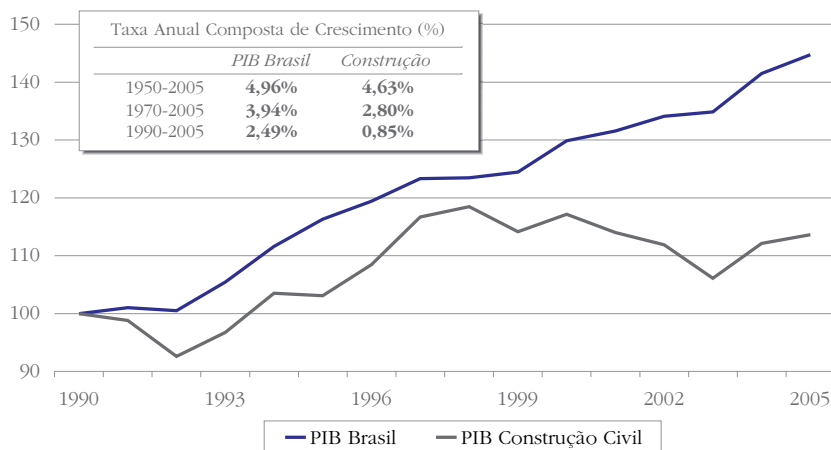
Risco Brasil x Liquidez e Volume de Negócios na Bovespa



Fonte: Economática, JPMorgan, Dynamo

(2) No Brasil, a importação de planos têm se mantido praticamente desprezível ao longo do tempo. Isto se deve a dois fatores: i) o *cash cost* do país é um dos mais baixos do mundo; ii) mesmo assim, os produtores locais têm praticado *preços-sombra*, ajustando os preços internos à realidade dos preços internacionais somados aos custos de internação. Ou seja, apesar de sua competitividade, para não perder volume para importação, a indústria local de planos prefere sacrificar margens.

Gráfico 2 – PIB Brasil x Produto da Construção (1990 base 100)



Fonte: IBGE, Depec, Dynamo

produtos, principalmente, mas também de processos³.

Essa combinação de excesso de capacidade com maior negociabilidade faz com que os preços dos produtos planos sejam mais voláteis, tornando os investimentos nestas companhias mais arriscados, como demonstra o Gráfico 1.

Desta forma, as vantagens competitivas dos produtores de longos estão assentadas na própria estrutura de suas cadeias de fornecimento e de suprimento, especialmente no domínio do canal de vendas, o que gera uma alta alavancagem operacional, com menores requerimentos de capital fixo e de tecnologia. Os produtores locais de aços longos estão mais protegidos da concorrência externa, possuem vantagens competitivas sustentáveis a médio/longo prazos, têm maior poder de precificação (*pricing power*) e apresentam maiores retornos sobre o capital investido e sobre o patrimônio do que seus pares produtores de aços planos. Além disso, as perspectivas de crescimento do segmento de longos são promissoras. Vejamos a seguir.

Crescimento

A demanda por aços longos depende fundamentalmente do desempenho dos setores de construção civil e de infraestrutura. Ambos têm apresentado performances históricas medíocres, conforme o Gráfico 2.

(3) A própria Mittal reconhece a ameaça da tendência de consolidação da cadeia de clientes no segmento de aços planos ao citar, na exposição de motivos para a aquisição da Arcelor, o exemplo da indústria automobilística que possuía 57 produtores independentes em 1970, caindo para 13 em 2000 e devendo chegar a seis ou oito em 2010.

Apenas nos últimos dez anos, o déficit habitacional no país cresceu 1,7 milhões de unidades, atingindo 16,5% do total de residências. É sabido que o Brasil pouco investiu também em infraestrutura nos últimos 25 anos. Há uma demanda reprimida em setores estratégicos, como habitação, saneamento, energia, transporte e logística que certamente comprometerão as metas de crescimento futuro do país. Tanto é que o último Plano Plurianual do Ministério do Planejamento (PPA 2004-2007) prevê metas agressivas nestas áreas, como a recuperação de 75% da malha ferroviária federal, o acréscimo de geração elétrica de 14,1 mil MW (+16%), a construção de 12,4 mil km de linhas de trans-

missão elétrica (+16%), a ampliação da taxa de cobertura urbana de esgotos (+7%) e de tratamento de saneamento (+14%), o financiamento ou o apoio à produção de mais de 1,2 milhões de unidades habitacionais, a criação de infraestrutura rural para mais 3,7 milhões de famílias, o crescimento de 25% na oferta de grãos, além de diversas obras de construção de gasodutos, ferrovias, hidrovias, aeroportos e aeródromos.

Mesmo que os recursos públicos sejam escassos para atender toda a demanda reprimida, o alto custo político de um crescimento reduzido para o país, bem como o trauma recente do racionamento de energia elétrica devem ser estímulos suficientes para que o governo se empenhe em criar as condições necessárias para as parcerias público-privadas ou para o investimento privado direto nestes setores estratégicos. O pacote de redução de IPI incidente sobre 41 itens de uma cesta básica de materiais de construção anunciado em fevereiro sugere este empenho.

Nesta direção também apontam as metas mais ambiciosas da EPE – Empresa de Pesquisa Energética – órgão do MME responsável pelo planejamento energético do país. O recém-divulgado Plano Decenal de Expansão de Energia Elétrica (2006-2015) prevê a construção total de 40,9 mil MW de capacidade instalada no período, sendo 29,8 mil MW

Nosso Desempenho

Ao mesmo tempo, os avanços em vários *fronts* macroeconômicos – consolidação do ajuste externo, melhoria dos indicadores de solvência, alcance das metas de superávit primário, inflação sob controle – vêm permitindo uma rápida convergência do risco Brasil em direção à média dos países emergentes, com os mais otimistas adiantando uma visualização do *investment grade* próximo para o país. Confiantes num patamar de risco de equilíbrio mais baixo, conforme capturado pelos indicadores de risco-país (gráfico), os investidores começam a admitir taxas de desconto

menores, o que, tudo o mais constante, aumenta o valor presente dos ativos.

Nos últimos três anos, o crescimento do lucro operacional das empresas da Bovespa foi de 27,2%^{aa} 4, enquanto que o Ibovespa rendeu 43,7%^{aa} e o IBX 47,1%^{aa}. Em 2005, o aumento do lucro das empresas foi de 12,7%, um crescimento 2,25 vezes menor do que o Ibovespa e 3 vezes menor do que o IBX, a maior diferença desde 1999. Portanto, os resultados das empresas tiveram uma menor contribuição na explicação da

(4) Trata-se do somatório do crescimento do EBIT (lucro operacional antes do resultado financeiro e dos impostos) das 374 empresas com ações listadas na Bovespa (dados da Economática).

boa performance do mercado em 2005. Com aumentos significativos nos fluxos de liquidez e mudanças importantes nos padrões de preferências dos investidores, as estratégias alocativas do tipo *momentum* – que privilegiam tendências e crescimento –, têm predominado, em detrimento das estratégias ditas ‘de convergência para a média’, mais fundamentalistas, orientadas pela noção de valor intrínseco.

Ainda assim, com relação a lucros e índices, vejamos a tabela seguinte:

os predominantes de negociabilidade e tamanho, neste ano de 2005, capturaram também boa parte do *upside* que poderia ser explicado pela performance operacional das empresas.

O Dynamo Cougar obteve um retorno de 24,5% no exercício, 22,1% em termos reais (sobre o IGP-M), o que consideramos uma performance satisfatória. O ano apresentou dois momentos bem distintos para o Fundo: um primeiro semestre ruim, quando caímos 8,2%, resultado de uma performance medi-

Participação das Maiores Cias dos Índices de Mercado no EBIT Total da Bovespa e nos Respective Índices

	Ibovespa		IBX	
	% EBIT	% índice	% EBIT	% índice
5 maiores cias	74%	34%	86%	53%
2 maiores cias	54%	19%	74%	35%

Fonte: *Econômica, Dynamo*

Ou seja, o crescimento dos lucros operacionais das cinco maiores empresas do Ibovespa – que correspondem a 34% do índice –, representou 74% de todo o aumento do lucro operacional das companhias listadas na Bovespa. O crescimento de lucro das duas maiores empresas deste índice – 19% de participação –, respondeu por 54% de todo o resultado operacional das empresas. Com relação ao IBX, os números mostram concentrações ainda maiores: as cinco principais posições – 53% do índice – foram responsáveis por 86% do crescimento total de lucro das empresas. As duas maiores posições, Petrobrás e CVRD, 35% do índice, explicam 74% do crescimento total dos lucros das empresas em 2005. A diferença entre os índices basicamente se explica pela melhor performance dos bancos, mais presentes no IBX, versus as siderúrgicas e Telemar, no Ibovespa. Ou seja, os índices de Bolsa que conhecidamente são bons termômetros para absorver os movimentos de aumentos de liquidez no mercado, dados os critéri-

os de algumas posições intermediárias e pelo fato das posições importantes em aços longos terem sofrido de forma excessiva com a preocupação de um ajuste mundial nas siderúrgicas, a partir das notícias de excesso de produção vindas da China. Na Carta do segundo trimestre, comentamos que não víamos razões para este movimento *across the board* dada a posição competitiva confortável dos produtores locais de aços longos – que agora tivemos oportunidade de descrever. Na ocasião, aproveitamos para aumentar nossos investimentos neste setor. De fato, o mercado corrigiu este *overshooting* logo a seguir, o que contribuiu para nossa recuperação no segundo semestre, quando subimos 32,7%, juntamente com a boa performance de outras posições importantes do Fundo como Itaúsa, Ambev e Pão de Açúcar, além de algumas intermediárias como Localiza, Coelce, DuraTex, Unibanco e ALL.

em hidrelétricas. A fim de atender a demanda prevista no cenário de referência, serão necessários ainda 64 mil km de linhas de transmissão, um investimento estimado na ordem de R\$ 27 bilhões, além dos R\$ 12 bilhões adicionais em subestações e transformadores. O Ministério dos Transportes também prevê a licitação de 12,3 mil km nos programas de concessões rodoviárias, cerca de 21% do total de vias pavimentadas do país. Por tudo isso, o Brasil apresenta um cenário de crescimento de demanda por produtos longos bastante diferente dos países desenvolvidos onde a malha de infra-estrutura já está consolidada, o setor agrícola não se expande e o déficit habitacional é praticamente nulo. Daí que este segmento seja considerado pouco atrativo nestes países, realidade bem distinta da nossa.

Com a estabilidade macroeconômica se consolidando, projeta-se um espaço para a redução mais acentuada dos juros, trazendo um impacto substancial na engenharia financeira destes projetos de longa maturação. Prova disso é que as operações de financiamento habitacional cresceram 60% *y-o-y* em 2005, e já se tem notícias de alguns bancos comerciais oferecendo taxa pré-fixada para um prazo de 20 anos para o setor. No mercado de ações, nove empresas, entre imobiliárias, concessionárias de rodovias e de energia elétrica tornaram-se públicas recentemente. E estas empresas tem sido negociadas em múltiplos altos para os nossos padrões, mostrando a disposição dos investidores de pagar na frente pelo crescimento futuro esperado nestes setores.

Investimentos

Grosso modo, são estas as justificativas para os nossos investimentos no setor de aços longos, notadamente em Arcelor e Gerdau, onde as duas juntas detêm 83% do mercado nacional. Apesar da concorrência potencial em algumas regiões, na prática, trata-se de um mercado extremamente concentrado e estável, onde as barreiras à entrada e ao desenvolvimento de um novo grande *player* são altas. Ambas possuem marcas fortes, dominam seus canais de distribuição, têm acesso preferencial sobre os fornecedores e são extremamente competitivas em custos. A nosso ver, estas empresas negociam com elevado desconto em relação ao seu valor intrínseco.

A Arcelor Brasil, subsidiária do Grupo Arcelor, nasceu no final de 2005 da fusão no Brasil, das operações da Belgo Mineira, CST e Vega do Sul. Em 2005, a companhia produziu aproximadamente 10,1 milhões de toneladas de aço bruto/ano, sendo aproximadamente metade em aços longos e metade em planos. As duas divisões também contribuíram com participações similares na formação do EBITDA de R\$ 5 bilhões. A margem operacional - EBITDA - consolidada da Arcelor foi de 38% e o retorno sobre o patrimônio de 28%. Em 2005, os três principais mercados consumidores de aços longos – construção, infra-estrutura e agrícola - apresentaram desempenhos muito fracos, o que provocou uma queda de 13% no volume de vendas no mercado interno, fazendo com que a margem operacional deste segmento caísse para 35%, contra 43% dos planos.

Atualmente, está em curso um importante plano de expansão da Arcelor no Brasil que deverá consumir US\$ 2,8 bilhões até 2008, quando a capacidade de produção chegará a 16 milhões de toneladas/ano. São investimentos nos dois segmentos, longos e planos, que deverão manter a mesma proporção atual de produção. Entretanto, como o peso do capital fixo nos dois negócios são bem distintos – e isso compensa a diferença das margens operacionais mencionadas acima – o segmento de planos deverá consumir quase 70% dos investimentos. São projetos de retorno elevado, com um custo marginal de expansão extremamente competitivo (em torno de US\$ 500/ton), que ainda não parecem adequadamente precificados pelo mercado.

A Arcelor está sendo negociada por cerca de R\$ 27 bilhões (valor da firma), ou seja, 4,5 vezes a geração de caixa (EBITDA) de 2008 – ano em que termina o ciclo de investimentos já em curso -, considerando os preços do aço em regime normalizado, 20% abaixo dos níveis de preços atuais. Um resultado que costumamos olhar é o fluxo de caixa livre depois de honrados todos os compromissos no ano, inclusive os encargos financeiros, ou seja, o volume de recursos que efetivamente sobra para remunerar

os acionistas ou pagar os credores. Neste caso, se não assumirmos nenhuma realavancagem na companhia, a Arcelor deverá gerar R\$ 4 bilhões ao ano ao término do seu ciclo de investimentos em 2008, com isso, seu fluxo de caixa livre produziria um *yield* de 15%^{aa}. Este desconto acentuado pode ser atribuído ao fato de que a história da Arcelor Brasil no mercado de capitais ainda seja muito recente. O esforço de relacionamento com os investidores na prática só começou com a aprovação definitiva da operação em dezembro de 2005, já que antes a transparência das empresas listadas era mínima. Além disso, várias instituições financeiras, por estarem restritas, ainda não iniciaram cobertura formal da ação.

O Grupo Gerdau é o maior produtor de aços longos das Américas (1º

dau cedeu para 22% e o retorno sobre o patrimônio caiu para 40%. Assim como a Arcelor, a Gerdau pretende investir em expansão US\$ 2 bilhões nos próximos três anos, aumentando a capacidade instalada em 4,8 milhões de toneladas/ano, sendo 4,3 milhões no Brasil. Da mesma forma, estima-se que os projetos deverão contribuir para que os retornos da companhia permaneçam elevados.

As ações ordinárias da Gerdau estão sendo negociadas a um múltiplo de EV/EBITDA de 4,8x, e seu fluxo de caixa livre normalizado produziria um *yield* estimado de 12% para 2006.

Enfatizamos aqui os fundamentos do negócio de aços longos no Brasil e a confortável situação competitiva em que se encontram Arcelor e Gerdau. Como vimos, ambas as companhias estão muito bem posicionadas para aproveitar as promissoras oportunidades de crescimento no horizonte, apresentando uma combinação de valor e crescimento com *valuation*, ao nosso ver, ainda atrativos. Nos dois casos, temos algumas questões de alinhamento de interesses a serem monitoradas. A Arcelor Brasil, recém-chegada, precisa ainda provar-se na forja de sua condição de subsidiária aberta de companhia globalizada, sujeita aos efeitos incertos de eventuais trocas de controle ou de mudanças de orientação estratégica. Quanto a Gerdau, resta a comprovação definitiva de que o imperativo de crescimento futuro estará sempre submetido às exigências de retornos mínimos.

Mesmo fazendo estas observações, é curioso que o mercado venha pagando prêmios expressivos por empresas menos consolidadas e negócios não tão seguros como os que acabamos de descrever. E isto tem fustigado nossa capacidade de análise. Se conseguirmos reunir informações úteis capazes de contribuir para entendermos um pouco melhor este fenômeno, fica aqui nosso compromisso de tratar deste assunto em uma próxima Carta.

Em tempo:

Com o benefício do atraso desta Carta, podemos tecer um breve comen-

Dynamo Cougar x IBX x Ibovespa Desempenho em R\$ até dezembro de 2005

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	364,82%	234,70%	118,66%
36 meses	198,14%	218,92%	194,87%
24 meses	88,00%	77,47%	49,60%
12 meses	24,51%	37,26%	27,06%
3 meses	8,46%	7,96%	6,13%

Valor da cota em 30/12/2005 = R\$ 107,438219

no Brasil e 2º EUA), com uma capacidade instalada de mais de 18 milhões de toneladas métricas de aço bruto por ano em diversas plantas no Brasil, Argentina, Canadá, Chile, Colômbia, EUA, Espanha e Uruguai, sempre apresentando participação de mercado importante em todos esses países. Em 2005, o Brasil produziu 6,9 milhões de toneladas, cerca de 50% da produção total. A Gerdau também sofreu uma queda expressiva (9,6%) de volume no mercado interno, que foi parcialmente compensada com o aumento das exportações. As vendas externas, a partir do Brasil e no exterior, representaram 74% do total vendido pela companhia.

O EBITDA consolidado da Gerdau foi de R\$ 4,9 bilhões em 2005 e a margem 23%, sendo 38% a margem das operações no Brasil e 16% nos EUA. Com a menor rentabilidade em 2005 – queda de volumes e aumento de custos -, o retorno sobre o capital investido da Ger-

tário sobre o recente episódio de cobrança pelos acionistas controladores (através da empresa Grupo Gerdau empreendimentos Ltda) de royalties sobre a marca Gerdau, a serem pagos à base de 0,6% do faturamento líquido de algumas empresas subsidiárias da Gerdau S.A. Com a imediata reação negativa do mercado e a conseqüente queda do preço das ações, o Conselho de Administração da companhia, em reunião extraordinária, logo deliberou pela revogação da decisão tornando-a sem efeito. Em fato relevante, os acionistas controladores da Gerdau S.A. anunciaram ainda a deci-

são de transferir para a companhia, sem qualquer ônus, a propriedade dos registros da referida marca. No mesmo comunicado, a Gerdau S. A. reconheceu a importância do posicionamento do mercado no ocorrido, bem como reafirmou "fortemente sua convicção de que o desenvolvimento da Companhia tem no mercado de capitais um de seus principais sustentáculos", reiterando "a política de adicionar valor de sua emissão e de suas controladas".

Geralmente, a maturidade societária de uma companhia resulta de um

processo evolutivo onde os desvios acidentais de rota são corrigidos na dinâmica própria da interação entre os diversos stakeholders. Quando as arestas de diferentes ângulos de visões se aparam no confronto do diálogo democrático, o resultado costuma ser um melhoramento na qualidade do convívio societário e um fortalecimento institucional onde todos se beneficiam. Neste caso, voltar atrás é avançar.

Rio de Janeiro, 19.05.2006.

Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100 (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1999	-	104,64	1.001,24	-	116,46	184,73	-	69,49	227,58
2000	-	3,02	1.034,53	-	-2,63	177,23	-	-18,08	168,33
2001	-	-6,36	962,40	-	-8,84	152,71	-	-23,98	103,99
1ºTrim/02	13,05	13,05	1.101,05	3,89	3,89	162,55	-2,76	-2,76	98,35
2ºTrim/02	-19,15	-8,60	871,04	-22,45	-19,43	103,60	-31,62	-33,51	35,63
3ºTrim/02	-22,31	-28,99	654,37	-31,78	-45,04	38,90	-44,17	-62,88	-24,28
4ºTrim/02	29,76	-7,86	878,90	38,00	-24,15	91,67	45,43	-46,01	10,12
1ºTrim/03	4,47	4,47	922,65	4,63	4,63	100,55	5,39	5,39	16,06
2ºTrim/03	27,29	32,98	1.201,73	38,16	44,55	177,07	34,33	41,58	55,91
3ºTrim/03	19,37	58,73	1.453,83	24,72	80,29	245,56	22,34	73,20	90,74
4ºTrim/03	22,18	93,94	1.798,51	35,98	145,16	369,91	39,17	141,04	165,44
1ºTrim/04	4,67	4,67	1.887,16	2,35	2,35	380,16	-1,40	-1,40	161,72
2ºTrim/04	-4,89	-0,45	1.790,04	-8,66	-6,51	339,30	-11,31	-12,56	132,11
3ºTrim/04	35,12	34,52	2.453,91	23,73	15,67	443,56	21,13	5,92	181,16
4ºTrim/04	22,17	64,35	3.020,19	25,32	44,96	581,16	21,00	28,16	240,19
1ºTrim/05	-1,69	-1,69	2.967,41	-1,66	-1,66	569,87	1,06	1,06	243,80
2ºTrim/05	5,41	3,62	3.133,23	2,98	1,27	589,80	7,51	8,65	269,60
3ºTrim/05	32,32	37,12	4.178,29	25,21	26,80	763,71	31,63	43,01	386,50
4ºTrim/05	2,97	41,19	4.305,49	3,13	30,77	790,73	0,75	44,09	390,17

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 371.477.134,72

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site: www.dynamo.com.br

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

www.dynamo.com.br

DYNAMO

**DYNAMO ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031
Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720