

RELATÓRIO DE GESTÃO

3º Trimestre 2011



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
Alterações no Portfólio.....	5
Comentários sobre investimentos selecionados.....	6
Gerdau	6
Viver – Cisão parcial e Criação da Lagoa dos Ingleses Properties - LIP	7
Magnesita	7

Divulgação da Performance Passada

O Edge Value FIA apresentou uma rentabilidade de -8,93% no terceiro trimestre de 2011. No mesmo período o Ibovespa e o FGV-100 apresentaram uma rentabilidade de -16,15% e de -13,10%, respectivamente.

Desde o início de suas atividades, no ano de 2004, o retorno acumulado do Clube San Francisco (atual Edge Value FIA) foi de 380,58%. No mesmo período, o retorno do Ibovespa foi de 140,37% e do FGV-100 foi de 211,86%.

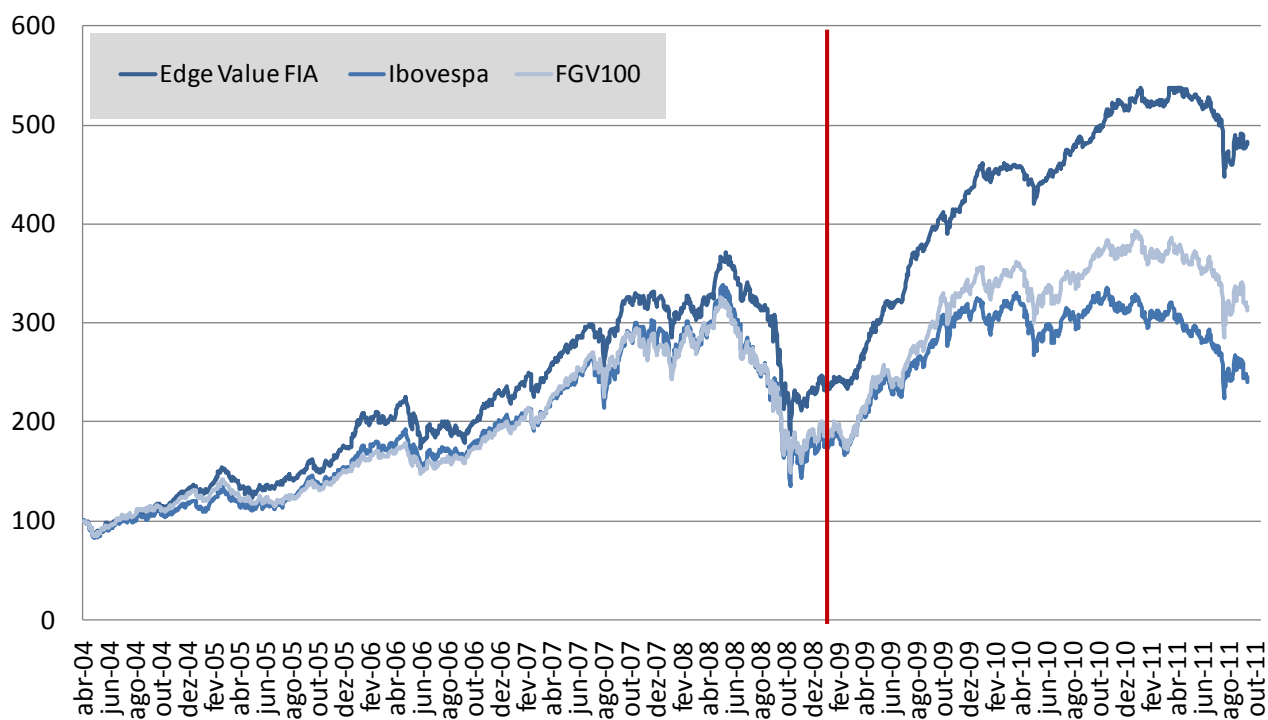
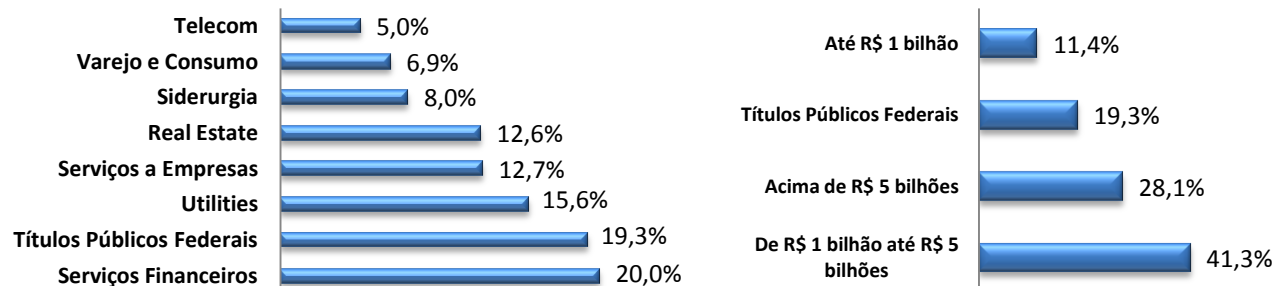
Em 30 de setembro de 2011, o patrimônio líquido do Edge Value FIA era de R\$36.496.059,03. O patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$34.903.812,08.

	Período	Edge Value FIA	FGV-100	IBOVESPA
	Setembro 2011	-0,23%	-5,87%	-7,38%
	Agosto 2011	-4,93%	-2,52%	-3,96%
	Julho 2011	-3,98%	-5,29%	-5,74%
	Junho 2011	-0,64%	-3,51%	-3,43%
	Mai 2011	-1,15%	-0,41%	-2,29%
	Abril 2011	0,77%	-0,91%	-3,58%
	Março 2011	1,92%	2,06%	1,79%
	Fevereiro 2011	-0,36%	-0,42%	1,22%
	Janeiro 2011	-0,23%	-1,73%	-3,94%
	2011 YTD	-8,68%	-17,37%	-24,50%
	12 meses	-0,90%	-13,59%	-24,64%
	2010	18,99%	10,22%	1,05%
	2009	85,79%	87,65%	82,66%
CLUBE	2008	-27,18%	-34,09%	-41,22%
	2007	40,30%	40,06%	43,68%
	2006	33,13%	31,55%	33,73%
	2005	29,24%	15,15%	27,06%
	Desde o Início (15/04/2004)	380,58%	211,86%	140,37%
	Retorno Anualizado	26,31%	20,39%	17,50%

Dados de 15/04/2004 até 13/01/2009 referem-se ao Clube de Investimento Edge Value.
 Data de conversão para Edge Value FIA foi em 14/01/2009.

Composição de Carteira e Performance

Em setembro de 2011, nossa carteira era composta por 16 ações, divididas da seguinte forma:



(1) A linha em vermelho representa a data da transformação do clube em fundo (14/01/2009).

Comentários da Equipe de Gestão

Alterações no Portfólio

Nesse trimestre, continuamos a aplicar gradativamente o caixa do fundo em novos investimentos. No total, alocamos em quatro novas empresas, que juntas representam 12% do patrimônio do Edge Value FIA. Discorreremos adiante sobre dois desses novos investimentos (Gerdau e Magnesita), deixando para comentar as outras duas empresas – ainda em formação – no próximo relatório. Ao final do trimestre, a posição do fundo em caixa era de 19,3%.

Ainda no mês de setembro, alienamos completamente as ações de Bematech que possuíamos. Nosso investimento na empresa data de julho de 2008, ainda no período de clube de investimento. À época, acreditávamos que a expertise e os canais de distribuição formados na venda de hardware serviriam como plataforma para o desenvolvimento dos segmentos de software e serviços, que eram o foco de crescimento da companhia. A realidade, porém, mostrou-se mais complexa do que aquela prevista no *business plan* e, pelos mais diversos motivos, o crescimento e as sinergias não se materializaram.

Começamos a vender nosso investimento em Bematech no final de 2010, ao preço médio de R\$ 9,29. De junho a novembro de 2010, reduzimos a exposição do fundo à empresa de 7% para 2,8% do portfólio, quando as ações caíram e interrompemos a venda para reavaliar nosso caso. Passado um ano, julgamos que as dificuldades da empresa se agravaram, principalmente com a perda de contratos relevantes no setor de serviços, que está sendo completamente redesenhado. Decidimos, portanto, alienar nosso investimento completamente.

O retorno obtido com o investimento em Bematech, considerando os dividendos, foi positivo em aproximadamente 11 % ao ano, o que consideramos insuficiente para remunerar o risco incorrido.



Fonte: Bloomberg e Edge

Comentários sobre investimentos selecionados

Gerdau

Ao longo dos últimos meses, acumulamos um pequeno investimento em Gerdau, através das ações GOAU4 – Metalúrgica Gerdau PN – que hoje representam 3% do Edge Value FIA.

O setor siderúrgico mundial atravessa uma conjuntura muito difícil, em consequência de um atípico descasamento do preço do aço e dos seus insumos. Resumidamente, esse fenômeno ocorre em função da dicotomia entre a pujante siderurgia chinesa, que exerce pressão no preço das matérias primas, e o resto do mundo ainda em recuperação, onde a capacidade ociosa dificulta o repasse de preços.

O mercado brasileiro de aço, que até então era marcado pela participação desprezível do aço importado, passou a conviver, desde o ano passado, com a constante ameaça dos produtos de origem estrangeira, que chegaram a representar mais de 20% da oferta doméstica em alguns meses de 2010.

O somatório de insumos em alta, preços fracos no mercado internacional e concorrência maior no mercado interno têm pesado bastante nos resultados das produtoras de aço listadas no Brasil.

Com esse pano de fundo, as ações da Gerdau acumulam uma desvalorização superior a 50% nos últimos 18 meses, à medida que os investidores tentam precificar a realidade atual de mercado onde, claramente, as margens ostentadas no passado recente parecem ser inatingíveis.

Nossa decisão de investir em Gerdau teve como premissa principal o entendimento que os fundamentos microeconômicos do negócio de aços longos da Gerdau diferem substancialmente daqueles apresentados pelos produtores de aços planos, principalmente no que tange à cadeia de suprimentos.

Ao contrário do setor de planos, onde as mineradoras dominam a oferta global de minério, a principal matéria prima para a produção de aços longos é a sucata, cujo mercado é bastante fragmentado e local. O sucateiro, geralmente pequeno e descapitalizado, tem pouco poder de barganha com as siderúrgicas, que geralmente conseguem negociar preços e condições favoráveis¹.

Outra diferença relevante está na menor concentração e poder de barganha dos clientes de aços longos, que compram lotes menores com especificações variadas. Essa característica limita significativamente a competitividade do aço importado, que não conta com a ampla capilaridade e poder de customização das redes próprias de distribuição e serviços dos produtores locais².

Desta forma, acreditamos que, a despeito da difícil conjuntura atual, que pode durar alguns anos, a Gerdau deverá ser capaz de obter margens e retornos saudáveis em suas principais operações. O valor atual de mercado, excessivamente descontado, parece ignorar essas vantagens competitivas, sendo, portanto, uma boa oportunidade para investidores mais pacientes.

¹ Hoje a Gerdau é a maior recicladora de sucata ferrosa da América Latina, tendo mais de 80% de seu consumo no Brasil garantido por fornecedores cativos.

² Acreditamos que a vantagem competitiva da Gerdau na distribuição deve se acentuar, à medida que novos centros de serviço e distribuição são abertos no Brasil e EUA.

Viver – Cisão parcial e Criação da Lagoa dos Ingleses Properties - LIP

Em julho de 2011, a Viver anunciou a cisão do banco de terrenos da Lagoa dos Ingleses e a constituição de uma subsidiária, denominada Lagoa dos Ingleses Properties (LIP), que será responsável exclusivamente pela gestão e desenvolvimento desta área.

Distante apenas 15 minutos de Belo Horizonte, a Lagoa dos Ingleses se apresenta como um dos vetores de expansão da cidade, dado que a oferta de novos terrenos em BH é limitada pela geografia da região, cercada por montanhas e áreas de mineração.

O *master plan* da LIP inclui não apenas o desenvolvimento de edifícios residenciais, mas também diversos empreendimentos comerciais, shoppings, zonas industriais, dentre outros. Ocupando uma área de aproximadamente 26 milhões de metros quadrados, a Lagoa dos Ingleses possui cerca de 7 milhões de m² de área privativa a ser vendida³ para outras incorporadoras, investidores e para a própria Viver. Acreditamos que o valor desta área é enorme.

Consideramos o terreno da Lagoa dos Ingleses um ativo valioso, que o mercado ignora ao precificar as ações. Nesse sentido, a cisão pode representar um passo importante na estratégia de iluminar o valor desta região, com potencial repercussão no valor de mercado da empresa.

Magnesita

Neste trimestre, adquirimos ações da Magnesita Refratários S.A.

Descrição

A Magnesita Refratários⁴ atualmente concentra suas atividades (i) na mineração de magnesita, de dolomita⁵ e, em menor quantidade, de cromita, talco e argila, e (ii) no uso desses minerais para a produção e comercialização de uma vasta gama de produtos e serviços refratários. A companhia possui algumas das maiores reservas mundiais de magnesita e de dolomita de alta qualidade⁶, que lhe garantem um grau de

³ Com o Master Plan da área ainda em maturação é difícil calcular o VGV total da região. Todavia, estimamos que o valor do metro quadrado nas áreas nobres da Lagoa deve ultrapassar os R\$ 4.000,00.

⁴ Refratários são materiais que apresentam a propriedade de permanecerem estáveis, química e fisicamente, em altas temperaturas e, portanto, essenciais em diversos processos de fabricação, principalmente nas indústrias siderúrgica, de cimento e de vidro, onde são utilizados para revestir a parte interna de caldeiras, altos-fornos, painéis de gusa e de aço, coqueiras, etc. Os refratários representam, em média, menos de 5% do custo de produção do aço.

⁵ A magnesita calcinada (ou síter magnesiano) resulta do processo de calcinação e sinterização da magnesita (MgCO₃) e é utilizada principalmente para a produção de refratários, dada a excelente performance de suas características físicas como densidade, condutividade térmica, refratariedade e resistência à corrosão. A dolomita (CaMg(CO₃)₂) goza de propriedades semelhantes e também passa pelo processo de calcinação para produção de síteres dolomíticos.

⁶ Apenas na mina de Brumado (BA), estima-se haver reservas medidas e indicadas de 831Mt de magnesita, com vida estimada de 200 anos ao nível atual de extração e pureza superior a 98%. As minas de dolomita nos EUA, Europa e China somam mais de 100 anos. Há ainda generosas reservas de cromita, talco, argila e pirofilita.

verticalização da ordem de 70%, revelando-se um primeiro diferencial competitivo em relação aos seus concorrentes refrataristas, uma vez que lhe permite produzir com menor custo, além de minimizar variações nos preços dessas matérias-primas, na sua qualidade e na pontualidade do fornecimento.

É importante ressaltar que a atividade da companhia não se limita à simples venda de minerais e de produtos refratários, mas inclui todo um conjunto de “soluções refratárias”, que englobam consultoria técnica, instalação de produto e gerenciamento do capital de giro necessário. Para tanto, uma equipe da Magnesita é designada para trabalhar nos *sites*, o que estabelece um grau de relacionamento e, de certa forma, um *switching cost*⁷ para o cliente.

Além disso, a Magnesita adotou um modelo de negócios – denominado CPP (*Cost Per Performance*) – em que ela é remunerada pela quantidade de aço produzida⁸. Esse desenho, que ainda representa pouco mais de 30% da receita de Soluções Refratárias, alinha o interesse da Magnesita com o do cliente (de minimizar o uso de refratário por quantidade de aço produzida) e, com isso, tende a aumentar a fidelização. É importante notar que a adição de contratos CPP causa, em um primeiro momento, uma pressão negativa nas margens da companhia, até que se consiga maior eficiência no processo produtivo do cliente.

Breve histórico

A Magnesita tem desfrutado de uma posição dominante no concentrado, porém competitivo, mercado brasileiro de refratários. A disponibilidade inigualável de matéria-prima de alta qualidade sempre constituiu um diferencial relevante da companhia, permitindo um suprimento de alta qualidade, barato e pontual.

Controlada até então pela família Pentagna Guimarães, a companhia foi adquirida em 2007 por fundos de *private equity* das gestoras GP e Gávea⁹, que buscaram imprimir-lhe uma estratégia de expansão internacional, dada a elevada fragmentação do mercado global de refratários, e um modelo de negócios focado em controle de custos e ganhos de eficiência.

Em setembro de 2008, a Magnesita anunciou a aquisição da alemã LWB, tornando-se a terceira maior empresa de refratários do mundo, por € 657 milhões (EV), sendo € 108 milhões em dinheiro, € 169 milhões em ações (valorando cada uma das 23.457.778 milhões de ações entregues aos acionistas da LWB a R\$17,60) e assunção da dívida líquida de € 380 milhões, correspondendo a um EV/EBITDA estimado à época de 8,8x (mas que certamente foi maior, dado que a LWB fez um EBITDA negativo no 4T08, trimestre seguinte ao anúncio da transação).

Embora o racional *ex-ante* tenha sido bastante claro, dada a excelente complementaridade geográfica, de clientes e de matéria-prima, a percepção *ex-post* do timing da transação foi negativa, em face da magnitude da crise que se sucedeu. Fomos encontrar o desempate dos dois pontos de vista temporais na lição aprendida: a experiência de endividamento excessivo estabeleceu, nesse caso, um precedente que julgamos

⁷ Nesse caso, o *switching cost* (na definição, custo em que se incorre para trocar de fornecedor) manifesta-se na perda da curva de aprendizado conjunto entre a Magnesita e seu cliente.

⁸ Siderúrgicas respondem por cerca de 85% da receita da companhia.

⁹ O veículo RPAR Holding S.A., controlado pelos fundos GP e Gávea, adquiriu o controle da Magnesita S.A. e a incorporou. Posteriormente, a RPAR Holding alterou sua denominação social para Magnesita Refratários S.A. e migrou para o Novo Mercado da Bovespa. É esta a companhia negociada hoje sob o *ticker* MAGG3.

positivo, ao preconizar uma dose extra de conservadorismo para futuras investidas de M&A, já que oportunidades de consolidação não faltam.

Dinâmica recente

Melhor capitalizada após duas ofertas primárias e renegociação com credores, munida de uma orientação de geração de EVA¹⁰ e com um alcance global, a Magnesita ampliou sua participação no exterior aumentando o número de contratos CPP, enquanto observava uma intensificação da concorrência no seu principal mercado, a América Latina, principalmente pela expansão de sua concorrente austríaca RHI. Esta, inclusive, anunciou recentemente a construção de uma fábrica no município de Queimados (RJ), com produção esperada para o segundo semestre de 2013. Esse movimento tem sido favorecido pelo menor crescimento industrial europeu e pela valorização do Real, que reduz o custo da importação de refratários (ou de matéria-prima, no caso da futura fábrica da RHI).

Nosso *feedback* analítico e de conversas com agentes do setor, no entanto, tem nos conduzido a uma visão *contrarian* quanto à dinâmica de competição vigente. Conforme já apontamos, os diferenciais competitivos na indústria de refratários residem em preço – com condutas ora agressivas por parte de alguns *players* – e em desempenho, que é função da qualidade do produto e da inteligência do capital humano¹¹. Assim, o acesso a matérias-primas de melhor qualidade e a baixo custo garante uma vantagem inquestionável.

Corroborar essa visão o fato de as principais refrataristas no mundo estarem buscando reduzir a dependência de suprimento de matéria-prima de terceiros, ou seja, aumentar a verticalização da sua produção¹², uma vez que a principal fornecedora – a China – tem restringido as exportações de sínter e de grafita¹³, provocando um aumento vertiginoso nos preços desses produtos no mercado internacional. Como consequência, a transferência de valor na cadeia tem migrado para a atividade mineradora, à semelhança do que ocorre com a indústria siderúrgica e seus principais insumos, carvão e minério de ferro.

Com relação ao sínter, pela simples lei da oferta e da demanda, imaginamos que o aumento de preço tende a ser atenuado pela capacidade adicional que pode ser ofertada ao longo do tempo (inclusive pela própria Magnesita, com a anunciada expansão da capacidade produtiva de sínter em Brumado). Já no caso da grafita, existe um *driver* de escassez mundial¹⁴. A China, país com quase 80% das reservas mundiais, está

¹⁰ *Economic Value Added* ou EVA corresponde à diferença entre o retorno sobre o capital empregado (RoIC) e seu custo (WACC), e é utilizado para medir a geração de valor econômico de uma companhia.

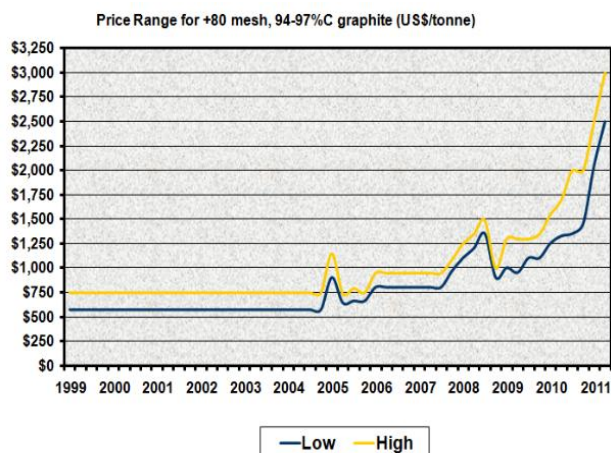
¹¹ Uma honesta análise concorrencial é apresentada em relatório da SEAE por ocasião da aquisição da Insider pela Magnesita, em 2008.

¹² A RHI, por exemplo, adquiriu este ano duas companhias produtoras de magnésio a partir da água do mar:
http://www.rhi-ag.com/internet_en/investor_relations_en/14454/11.05.11_-_SMA.html
http://www.rhi-ag.com/internet_en/investor_relations_en/19570/30.09.11_-_PPL.html

¹³ A grafita, um alótropo do carbono, é um mineral quimicamente inerte, resistente à corrosão e a altas temperaturas, e com boa capacidade de conduzir eletricidade e calor. É bastante utilizada na produção de refratários e de baterias de íon-lítio, usadas cada vez mais em veículos elétricos.

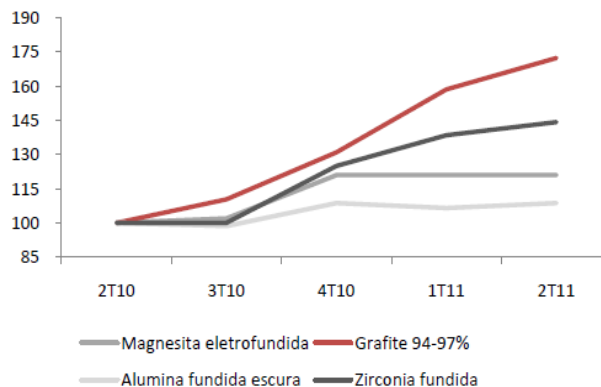
¹⁴ Sugerimos a leitura dos estudos:
“[International Strategic Minerals Inventory – Summary Report – Natural Graphite](#)” (USGS, 1989);
“[Critical raw materials for the EU](#)” (European Commission, 2011); e
“[British Geological Survey Risk List 2011](#)” (BGS, 2011).

buscando dominar a tecnologia de suas aplicações, especialmente aquela ligada à produção de baterias de lítio usadas em carros elétricos, que cresce rapidamente¹⁵. Para tanto, tem sobretaxado a exportação do mineral, reduzindo sua oferta no resto do mundo.



Fonte: Northern Graphite

Evolução do preço das principais matérias primas compradas
 IBF (jun/10 = 100)



Fonte: Magnesita

Valores escondidos

Além da gigantesca mina de Brumado, reside também na dinâmica do mercado de grafita uma valiosa opção real da Magnesita: possuir direitos minerários sobre grandes reservas da substância em Almenara (MG), cuja produção inicial é esperada para 2013. A certificação dessas reservas ainda está por ser concluída, mas os primeiros indícios apontam para uma reserva bruta superior a 50 milhões de toneladas, que, dependendo da pureza média e do teor (“grading”), podem equivaler a mais de 2 milhões de toneladas de grafita cristalina. A expectativa é produzir inicialmente 40 mil toneladas por ano, sendo quase metade para consumo próprio na produção de refratários, implicando maior verticalização de suas operações, e o restante vendido no mercado internacional.

Ainda estamos aprofundando nossa análise do mercado mundial de grafita, mas admitindo-se factíveis *cash margins* superiores a 50% nesse projeto de mineração, dado o elevado preço internacional e o relativamente baixo custo de extração, começamos a nos perguntar se Magnesita seria uma refratarista verticalizada ou uma mineradora com operações *downstream* de refratários...

O investimento

Em suma, sob a ótica tradicional da Magnesita como companhia refratarista, o preço atual de suas ações nos parece atribuir nenhum crescimento futuro nos seus mercados de atuação, perpetuando-se retornos que desconsideram qualquer ganho de integração vertical adicional ou de sucesso em novos contratos CPP, o

¹⁵ Outra aplicação interessante, porém mais futurista e, portanto, de potencial incerto, diz respeito ao grafeno (que é uma “lâmina” da grafita):

[What is graphene?](#)

[Future applications of graphene](#)

que não nos parece razoável. Adicionalmente, ignora-se a opcionalidade embutida nos grandes *hidden assets*, os quais a companhia trabalha para monetizar:

- A mina de magnesita de Brumado, com reservas estimadas em 200 anos de produção e que permitiria, por exemplo, alavancar a verticalização de *players* não integrados;
- A mina de grafita de Almenara (que certamente despertará o interesse de terceiros, dada a dinâmica de oferta e demanda que comentamos anteriormente); e
- Outros minerais não explorados, que estão sendo mapeados.

Por outro lado, tomando-se o ângulo da atividade mineradora pura como referência de valor para a companhia, torna-se argumentável que o mercado precifica bem apenas suas reservas divulgadas de magnesita e de grafita¹⁶, mas se esquece dos serviços e soluções refratárias e das demais reservas minerais.

Por fim, notamos que membros da diretoria têm comprado recentemente ações no mercado¹⁷, o que reforça a convicção do nosso investimento.

Magnesita representa 5% do Edge Value FIA.

Obrigado pela confiança,

Atenciosamente,

Equipe de Gestão Edge Investimentos

¹⁶ Com base em transações recentes (e.g. [Tasmania Magnesite](#)) e estimativas nossas.

¹⁷ Essa informação pode ser vista nos documentos “Valores Mobiliários negociados e detidos (art. 11 da Instr. CVM nº 358)”, publicados mensalmente na CVM.