

RELATÓRIOS DE GESTÃO

IP-PARTICIPAÇÕES FIA / IP-EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO

PRIMEIRO TRIMESTRE / 2006



INVESTIDOR
PROFISSIONAL
DESDE 1988

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 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. Nos fundos geridos pela Investidor Profissional 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. Os fundos geridos pela Investidor Profissional utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

ÍNDICE

Introdução	2
IP-Participações	5
Carteira	5
Investment Case BBAS12	6
Performance	8
Informações	9
IP-Equity Hedge	11
Long Bônus (BBAS12)/Short Banco do Brasil	11
Globex	11
Duratex	12
Informações	14
Aleatórias	16

MELHORA DOS FUNDAMENTOS EM MEIO À ABUNDÂNCIA DE LIQUIDEZ

A febre de capitais para países emergentes não é uma novidade. Ocorreu no século XIX, quando da emissão de *bonds* para financiar as ferrovias nas Américas e na Índia; no pós-2ª Guerra, na forma de investimentos diretos; na década de 70 com a reciclagem dos petrodólares; no início dos anos 90; e finalmente, nos últimos anos.

Relembrar esses ciclos de liquidez gera ansiedade. Afinal, a inundação de capitais quase sempre acabou mal. Quando secam as torneiras nos países exportadores de capitais, os emergentes se vêem endividados e sem receitas de exportação suficientes para servir os credores. Aí vem a crise, com depreciação da moeda, inflação e recessão.

O Federal Reserve (Fed) e o Banco Central Europeu vêm elevando suas taxas de juros. Nos EUA, não se pode descartar a hipótese da taxa básica ir além de 5%. Com isso, aumenta o custo de oportunidade de investir em ativos de maior risco, dentre eles os de países emergentes. Ainda assim, há bons motivos para argumentar que desta vez o ciclo será mais suave e que as perspectivas de longo prazo são positivas.

A REDUÇÃO DO RISCO MACRO

Primeiro, a dívida externa caiu em vez de aumentar como das outras vezes. Para isso contribuiu a adoção do câmbio flutuante que tornou mais arriscado para as empresas endividar-se em dólares. O governo, por sua vez, aproveitou para reduzir a parcela da sua dívida atrelada ao câmbio, amenizando muito os impactos fiscais associados a situações de *stress* que levem à depreciação do real.

Em segundo lugar, o crescimento do valor do fluxo de comércio (exportações somadas às importações), que dobrou nos últimos cinco anos, reduz o tamanho da depreciação do real necessária para lidar com um eventual choque externo.

Terceiro, a economia está em franco processo de “desinflação” – IGP “zerado”, metas de inflação e crença

de que o Banco Central não tolerará aumento da inflação. Isso faz com que o efeito inflacionário da depreciação seja menor e, portanto, mais moderado o aumento da taxa de juros necessário para contê-lo.

Quarto, a experiência mostra que o fluxo de capitais depende da consistência da política econômica. Não é a toa que desde 1999, o governo tem se esforçado para aumentar o seu superávit fiscal. O fato de existir um *track-record* de prudência fiscal é um importante passo para tornar os efeitos da escassez de crédito internacional mais modestos.

Quinto, em uma economia mais aberta, a correlação entre importações e exportações é maior, o que implica que a redução dessas últimas estará associada a uma queda das primeiras, tornando um eventual ajuste mais suave.

Os fundamentos da economia, portanto, melhoraram. Por isso, tem-se visto uma mudança na percepção de risco-Brasil. No lugar do risco soberano, os investidores começam a olhar cada vez mais o risco das empresas. Menor risco-país se traduz em menor nível e volatilidade do custo do capital o que torna viáveis investimentos que antes não eram.

Do ponto de vista do investidor, a fronteira de risco está se deslocando do “macro” para o “micro”, do governo para a empresa, da *blue chip* para as empresas emergentes.

Entretanto, quando a melhora dos fundamentos coincide com um aumento da liquidez, como ocorreu nos últimos anos, é importante não confundir a tendência com o ciclo. A tendência está associada aos fundamentos. O ciclo, à liquidez e a distorções de curto prazo.

A LIQUIDEZ TRAZ NOVOS RISCOS

Os fluxos para emergentes dos últimos anos têm sua origem nas baixíssimas taxas de juros nos EUA a partir de 2001. Porém, à diferença do que ocorreu nos anos 70 e 90, dessa vez tanto o governo quanto as empresas brasileiros aproveitaram o enorme fluxo de capitais para reduzir e alongar as suas dívidas em moedas

conversíveis. Essa melhora na solvência reduziu os prêmios de risco da dívida soberana. Mas é razoável esperar que o aumento da taxa de juros nos EUA e uma eventual redução dos preços de *commodities* farão aumentar os prêmios de risco dos emergentes. O risco dos emergentes tampouco desapareceu.

Não parece prudente esquecer os ciclos. Cada expansão traz consigo novas oportunidades de investimentos, mais crédito, aumento da renda, até aparecerem as pressões inflacionárias, e possíveis bolhas, que terminam fazendo os bancos centrais elevarem os juros. Então o processo tende a reverter-se, tornando o crédito para investimentos de risco mais caro e escasso. Essas características do ciclo não desapareceram.

Períodos de bons ventos podem levar os preços a se descolar dos fundamentos. Primeiro, porque atraem investidores menos experientes ou que conhecem pouco os ativos. Segundo, com taxas de juros mais baixas, há um incentivo natural para aumentar a alavancagem ("como ganhar o mesmo, quando o prêmio está mais magro?"), o que faz cair o preço cobrado pelo risco. A alavancagem potencializa o otimismo embutido nos preços e termina por aumentar o estrago quando algo dá errado.

Além disso, como lembra Raghuram Rajan, atual economista-chefe do FMI: "Outra forma de comportamento perverso é o incentivo à manada com outros administradores na escolha de investimentos porque a manada provê um seguro de que o administrador não terá desempenho inferior aos seus pares. O comportamento de manada pode distanciar os preços de ativos dos fundamentos"¹.

Não se deve descartar que essas distorções estejam presentes aqui e ali em situações de elevada liquidez e redução generalizada dos prêmios de risco. Portanto, extrema seletividade nas escolhas de investimento torna-se crucial.

APROFUNDAMENTO DO MERCADO REDUZ O RISCO MICRO

O deslocamento do risco para outros ativos inicialmente pode provocar distorções e elevar a volatilidade de preços essencialmente porque muitos deles são pouco conhecidos. Mas, com o tempo, as empresas passam a ser acompanhadas por um número maior de analistas e investidores qualificados. Logo, ao se submeter a mais olhares, a empresa torna-se mais transparente, já que seu sucesso passa a depender do crivo do mercado.

Por sua vez, o deslocamento do foco dos investimentos para as empresas gera um incentivo para a melhoria da sua gestão. O escrutínio dos analistas e dos investidores produz efeitos sobre a qualidade da administração, melhora a alocação de capital entre setores e induz a adoção de novas tecnologias. Na medida em que esse movimento ganhe impulso há um aumento da eficiência que é um componente básico do crescimento econômico.

Ou seja, a melhora dos fundamentos "macro" e o deslocamento do risco para o "micro" ao longo do tempo tende a produzir bons resultados para empresas, investidores e a economia em geral.

BOTTOM-LINE

- Houve importante melhoria dos fundamentos macroeconômicos no Brasil, o que abre espaço para menor volatilidade das taxas de câmbio e juros, assim como da inflação e do PIB.
- A melhora dos fundamentos veio na esteira da redução dos juros internacionais, que começa a se reverter. À medida que se reduza a liquidez, é de se esperar que os prêmios de risco aumentem.
- A melhora dos fundamentos e seus desdobramentos sobre o mercado de capitais mudam a tendência de longo prazo com o aumento do valor das melhores empresas.
- A liquidez atrai investidores menos experientes e aumenta o incentivo para elevar a alavancagem, o que produz o descolamento dos preços em relação aos fundamentos. Nesses momentos, o sucesso do investidor depende de extrema seletividade.

(1) Raghuram Rajan : "Has financial development made the world riskier?", paper apresentado no seminário em homenagem a Alan Greenspan em Jackson Hole, 2005

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em março foi de 0,89% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pelo Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 2.167% em dólares, rentabilidade média de 27,14% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 18,28% ao ano em dólares e o CDI de 18,61% ao ano em dólares.

CARTEIRA

O IP-Participações encerrou o primeiro trimestre de 2006 com valorização de 17,73%. A rentabilidade no primeiro trimestre teve como principal influência a performance das ações de Saraiva e Bônus do Banco do Brasil, que registraram altas de 50,6% e 57,8%, respectivamente. Contribuíram negativamente para a performance do Fundo as ações de Embratel e Braskem que registraram queda de 28,6% e 12,0%, respectivamente.

Ao longo do 1º trimestre de 2006, o percentual comprado em ações do fundo ficou estável em 90%.

Durante o mês de fevereiro foi realizada a alienação da totalidade da posição do fundo em bônus de subscrição do Banco do Brasil série B (BBAS12). A venda se deu através de uma oferta pública coordenada pelo Banco Pactual.

Aproveitamos os recursos oriundos desta alienação para aumentar a exposição em ativos já presentes na carteira. A carteira do IP-Participações permanece bem concentrada em seus principais investimentos: Saraiva, Coteminas, Brasil Telecom, Globex, Ambev e Copel. Estas empresas representam cerca de 70% da carteira de ações do Fundo.

São empresas que conhecemos com profundidade, identificamos potencial de valorização e margem de segurança relevante.

Continuamos com a visão de que a grande oportunidade para os próximos anos está na categoria PIPE (*Private Investments in Public Equities*) e nas ações ainda punidas pelo mercado em função de eventos negativos transitórios.

O desvio padrão dos *valuations* das empresas na Bovespa encontra-se em níveis altíssimos. Existem diferenças relevantes de preços entre ativos que estão sob o "holofote" do mercado e os que estão fora, mesmo que tenham fundamentos semelhantes. Buscamos, por meio de uma postura ativa com algumas dessas empresas subavaliadas, ajudar no que for possível para que o desconto diminua ao longo do tempo.

Desde a criação do IP-Participações, este tipo de investimento contribuiu de forma decisiva para a performance do Fundo. Ao longo dos anos, realizamos diversos investimentos com estas características. Dentre eles Elevadores Atlas, Freios Varga, Lojas Renner e Café Iguazu. Acreditamos que a experiência nestes casos ajude na condução de investimentos como Saraiva, Coteminas e Globex.

Em Brasil Telecom, Ambev e Copel encontramos empresas que, na nossa opinião, apresentam descontos relevantes em relação aos seus valores justos devido a eventos transitórios.

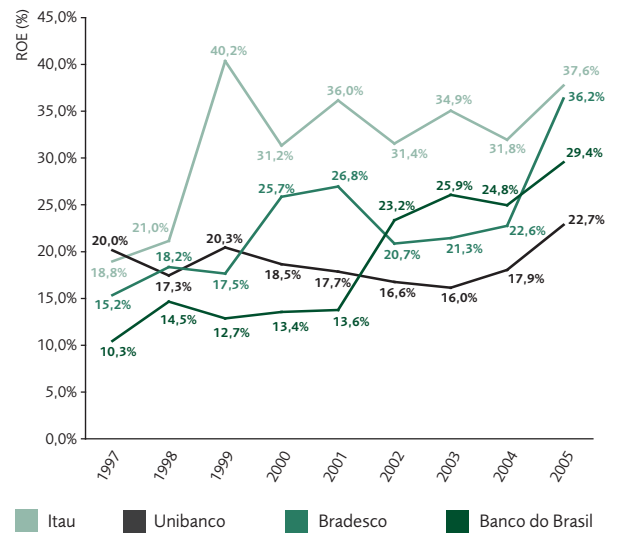
Eventos negativos costumam ser avaliados de forma incorreta pelo mercado. Tende-se a colocar um peso muito grande nos resultados de curto prazo, apesar do impacto de longo prazo no valor das empresas ser relativamente baixo. Reações exageradas nos favorecem, permitindo a compra de participação em empresas de extrema qualidade com descontos significativos.

INVESTMENT CASE BBAS12

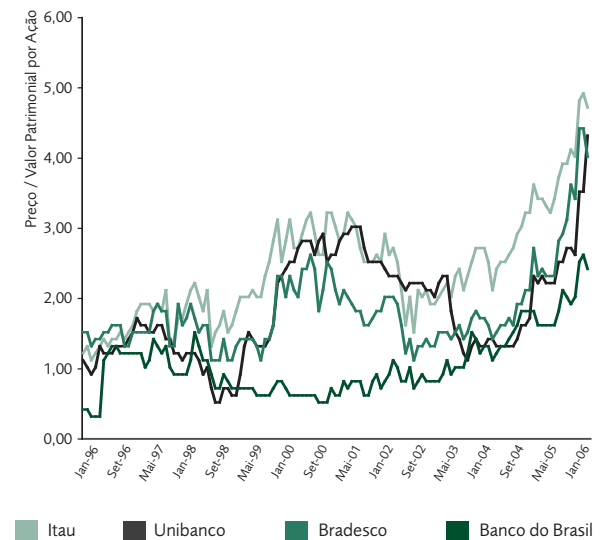
Os bônus de subscrição do Banco do Brasil surgiram em 1996. Para recompor seu balanço, o Banco propôs aos seus acionistas que investissem mais recursos por meio de um aumento de capital. Para incentivar a adesão dos acionistas, foram emitidas três séries de bônus de subscrição que foram concedidas gratuitamente a quem participasse da operação. As séries A (BBAS11), B (BBAS12) e C (BBAS13) conferiam a seu detentor o direito de comprar 1,04 ação de Banco do Brasil, em diferentes períodos (2001, 2006 e 2011 respectivamente), pelo preço de R\$ 8,50/ação, corrigido pelo IGP-DI.

Tal incentivo transformou-se, posteriormente, em um entrave à valorização das ações de Banco do Brasil, já que os bônus representavam ameaça constante de diluição significativa. Em novembro de 2003, o Banco do Brasil tornou pública a intenção de adquirir a totalidade dos bônus de subscrição em circulação no mercado, séries B e C. Em agosto de 2004, o Banco realizou oferta pública para aquisição e teve adesão dos principais acionistas, detentores de bônus de subscrição, que vinham a ser seus controladores: Tesouro Nacional, Previ e BNDESPar. Estes acionistas, por razões óbvias, eram os maiores interessados em resolver o problema e terem suas ações valorizadas. Com isso, retirou-se do mercado cerca de 92% do total de bônus de subscrição existentes.

Naquela época, os fundamentos do maior banco comercial brasileiro já pareciam mais sólidos. A diferença entre sua rentabilidade e a dos principais bancos privados havia diminuído consideravelmente. O Banco mostrava uma rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) crescente ao longo dos anos.



Entretanto, o risco de diluição impedia o mercado de precificar corretamente suas ações. Enquanto os principais bancos privados negociavam entre 1,5x e 2,5x seu valor patrimonial, o Banco do Brasil ainda negociava a apenas 1x, a despeito de todos os avanços alcançados até então.

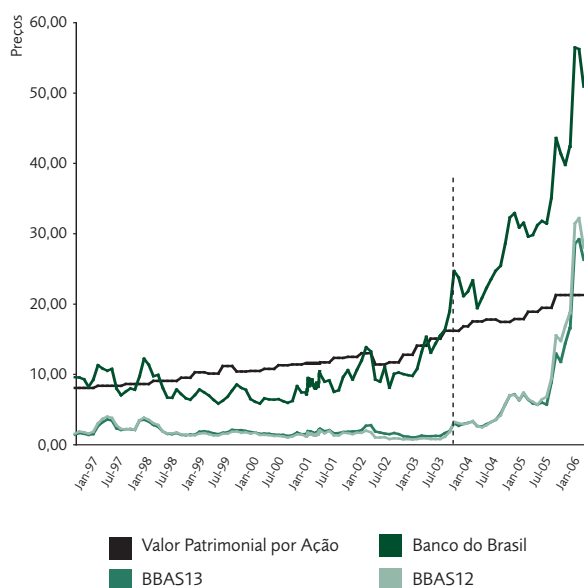


Com a divulgação de fato relevante em novembro de 2003, contendo a intenção de realização de OPA (Oferta Pública de Ações) e sua posterior conclusão, estavam dadas as condições para a valorização das ações e dos bônus de subscrição de Banco do Brasil.

Em fevereiro de 2004, montamos uma posição comprada em ambas as séries restantes de bônus de Banco do Brasil (B e C). A montagem desta operação visava tirar proveito de uma provável valorização das ações de Banco do Brasil. A posição foi aumentada ao longo do ano para pouco mais de 1% do fundo.

Escolhemos os bônus de subscrição, ao invés das próprias ações de Banco do Brasil, por causa da relevante distorção entre o preço do bônus e seu valor intrínseco. O valor intrínseco é dado pela diferença entre o preço de 1,04 ação de Banco e o preço de exercício do bônus corrigido pelo IGP-DI. A incorreta precificação de ambos ativos pouco líquidos nos permitiu adquirir os bônus de subscrição com um desconto significativo.

A decisão foi acertada. Nos dois anos seguintes, o mercado reconheceu a evolução de Banco do Brasil e suas ações subiram. Os bônus, além de refletirem o aumento da ação, aos poucos tiveram seu valor intrínseco corretamente precificado. O resultado foi bastante positivo para o Fundo.



Com a valorização das ações e dos bônus de subscrição de Banco do Brasil, era possível vislumbrar duas formas de nos desfazer da posição: (i) conversão dos bônus em ações do Banco e posterior venda no mercado e (ii) venda no mercado da posição em BBAS12.

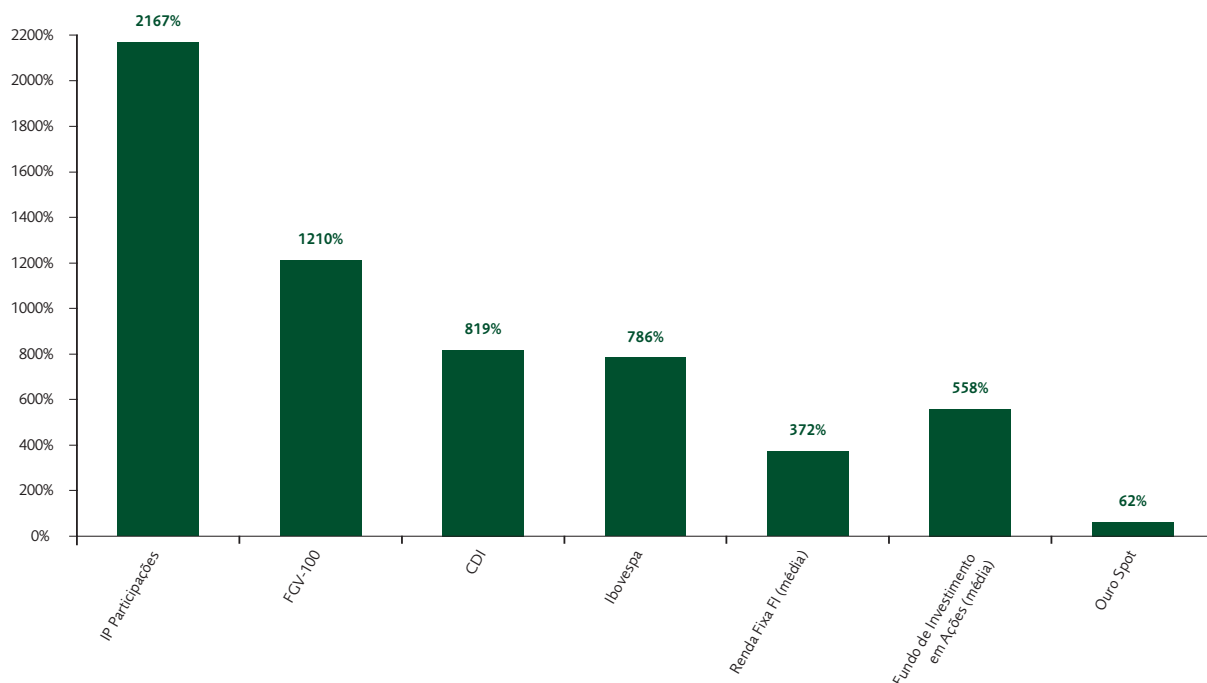
Considerávamos a primeira alternativa arriscada, pois outros investidores com grandes posições em BBAS12 provavelmente iriam converter junto conosco. A saída poderia ser um tanto quanto "desordenada" e poderia fazer com que as ações do Banco se desvalorizassem justamente quando estaríamos realizando o desinvestimento. A segunda alternativa esbarrava na baixa liquidez de BBAS12. Esta foi a razão pela qual, no começo de 2006, contratamos um banco para organizar a venda da posição. No dia 23 de fevereiro de 2006, por meio de um leilão em bolsa, vendemos a totalidade dos bônus (BBAS12) ao preço de R\$ 30,65, bem acima da primeira compra para o fundo em fevereiro de 2004, a R\$ 2,96.

O investimento (BBAS12) contribuiu com 10 pontos percentuais para o retorno do fundo e alcançou uma taxa interna de retorno de 277%.

PERFORMANCE

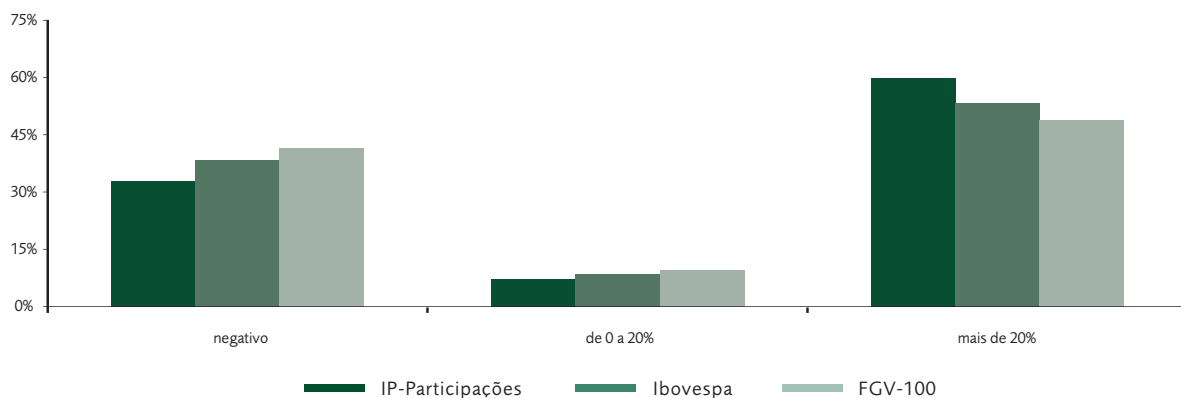
Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/03/06)



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93 até 31/03/06)

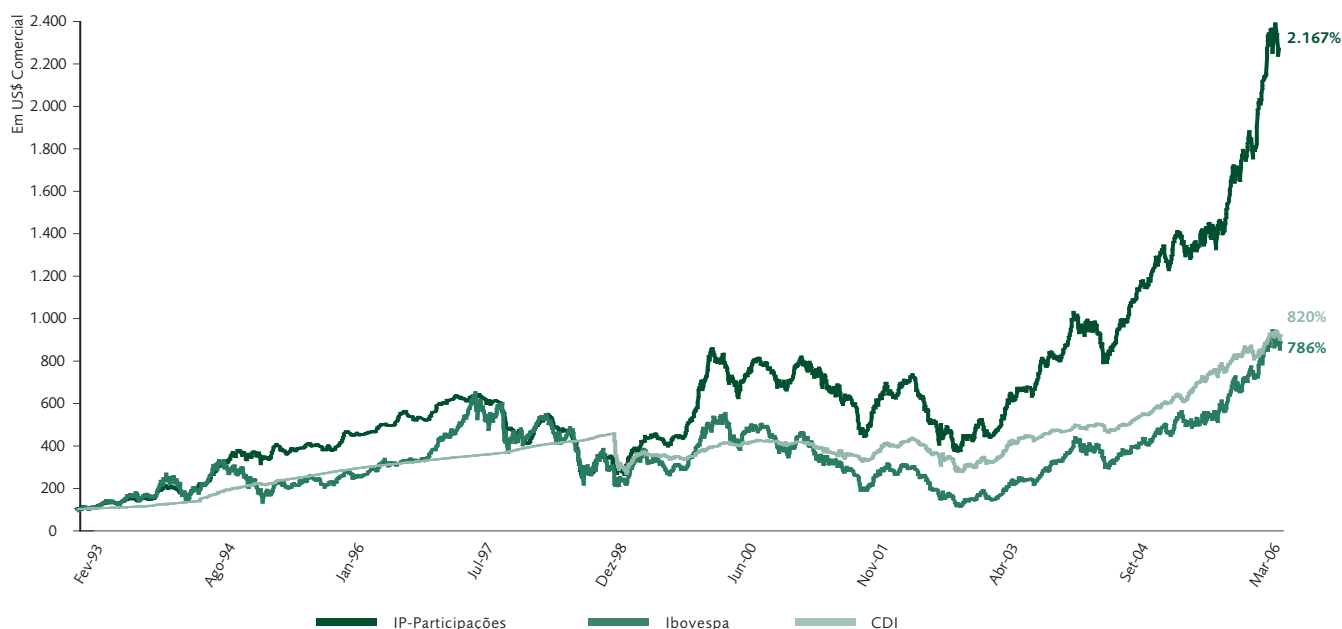


Rentabilidade (R\$)	IP-Participações FIA	Ibovespa Médio	CDI	Rentabilidade (R\$)	IP-Participações FIA	Ibovespa Médio	CDI
Março 06	0,89%	-1,75%	1,42%	2006 (YTD)	17,73%	13,70%	4,04%
Fevereiro 06	4,86%	1,19%	1,14%	2005	19,00%	27,06%	19,00%
Janeiro 06	11,29%	14,36%	1,43%	2004	30,00%	17,74%	16,17%
Dezembro 05	6,69%	5,20%	1,47%	2003	60,62%	97,10%	23,25%
Novembro 05	4,24%	5,47%	1,38%	2002	9,01%	-17,80%	19,11%
Outubro 05	0,08%	-4,36%	1,40%	2001	10,39%	-9,79%	17,29%
Setembro 05	10,54%	12,20%	1,50%	12 meses	39,62%	42,31%	18,84%
Agosto 05	3,11%	7,00%	1,65%	60 meses	216,32%	167,75%	139,12%
Julho 05	-2,02%	3,66%	1,51%	Desde 26/02/93 (1)(2)	2.166,88%	785,99%	819,06%
Junho 05	1,67%	-0,80%	1,58%	Retorno anualizado (1)(2)	27,14%	18,28%	18,61%
Mai 05	-0,39%	3,75%	1,50%	Volatilidade histórica	24,21%	41,69%	13,26%
Abril 05	-5,79%	-7,91%	1,41%				

(1) Em dólares

(2) Início do Fundo em 26/02/93

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 137.281



INFORMAÇÕES

FUNDO

O IP-Participações é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado de acordo pela Instrução nº 409 da CVM.

OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo.

ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

A IP busca, subordinadamente aos investimentos descritos acima, investir parte dos recursos do Fundo de forma mais transitória em ações cujas características as leve a apresentar uma relação risco/retorno mais atraente do que a das aplicações de renda fixa disponíveis.

Em função da estratégia a ser seguida, espera-se que as cotas do Fundo apresentem pouca correlação com o mercado, definindo-se este como o IBOVESPA.

PÚBLICO ALVO

Investidores qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

CATEGORIA ANBID

Fundo de Ações Outros



PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima: R\$ 100 mil

Movimentações mínimas subsequentes: R\$ 20 mil

Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Itaú (341) – ag 2001 – cc 09.317-4
IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20

Conversão de cotas na aplicação: D + 1 da disponibilidade dos recursos.

Resgate programado (isento de taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diário
- Conversão de cotas no resgate: D + 1 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance:

- 15% sobre o ganho que exceder o IGP-M. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

Tributação:

- IR de 15% sobre os ganhos nominais.
- Incidente apenas no resgate.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

www.investidorprofissional.com.br / faleconosco@investidorprofissional.com.br

Administrador e Distribuidor: Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Tel: (21) 3974 4601 / Fax: (21) 3974 4501

www.mellonbrasil.com.br / simone@mellonbrasil.com.br

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditor: KPMG

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 0,03% no mês de março. No ano de 2006, o Fundo acumula valorização de 3,71%, ou 91,8% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo apresentou desempenho de 72,14%, ou 124,7% do CDI.

No trimestre, verificamos o aumento relevante das distorções entre preço e valor de alguns ativos. Em um primeiro momento a ampliação das distorções prejudica a performance do Fundo. A contrapartida positiva é o aumento do potencial de valorização da carteira. O aumento dos desvios nos permitiu incrementar posições em condições muito favoráveis. Sendo que este incremento ocorre tão somente pelo fato de que os fundamentos das operações permanecem inalterados.

No final de março, a exposição bruta¹ ao mercado de ações ficou em 76,1% e a exposição líquida² em 21,4 % do patrimônio do Fundo.

LONG BÔNUS (BBAS12)/SHORT BANCO DO BRASIL

Além da operação comprada em BBAS12 e BBAS13, cujo racional foi exatamente igual ao comentado no relatório do fundo IP Participações FIA, montamos concomitantemente uma arbitragem entre bônus de subscrição e ações de Banco do Brasil (put-sintética). Essa operação visa tirar proveito da convergência do preço do bônus em relação ao seu valor intrínseco.

No dia 23 de fevereiro de 2006, por meio de um leilão em bolsa, vendemos a posição comprada (*long-only*) em BBAS12 ao preço de R\$ 30,65, bem acima da primeira compra para o Fundo em outubro de 2003, a R\$ 1,08. Vendemos ainda no mercado, no começo de 2006, a posição comprada em BBAS13 ao redor de R\$ 23,00, enquanto que nossa primeira compra se deu a R\$ 3,15. Continuamos com a operação comprada em BBAS12 e vendida em ações do Banco.

O investimento total (BBAS12, BBAS13 e BBAS3) contribuiu com nove pontos percentuais para o retorno do fundo nos últimos dois anos.

GLOBEX

Com a marca Ponto Frio, a Globex opera atualmente 369 lojas distribuídas por todo o Brasil. A empresa passou nos últimos anos por situações difíceis. A crise energética e o baixo crescimento econômico a partir de 2001 atrapalharam a trajetória de forte crescimento das vendas iniciado logo após o Plano Real. Neste mesmo período, a Globex passou por uma indefinição societária que atrapalhou a condução dos negócios.

Ao longo de 2004, a indefinição societária foi resolvida e desde então a empresa tem passado por um período de profundas mudanças. Este processo ainda não está completo, mas os resultados de 2005 já apresentaram melhoras animadoras.

Acreditamos que este é apenas o início. As oportunidades são grandes e a gestão da empresa está na direção correta. Mesmo assim suas ações continuam negociando com um forte desconto.

Na tabela a seguir podemos verificar as distorções entre o *valuation* da Globex e das outras empresas do setor. O que mais nos chama atenção ao observar a diferença entre os *valuations* são as perspectivas. As oportunidades para o aumento de rentabilidade que ainda existem na Globex são superiores as dos seus concorrentes. Com a vantagem adicional que, se o cenário de redução na taxa de juros da economia brasileira se confirmar, a Globex tende a ser mais favorecida que seus concorrentes.

1 Exposição Bruta – Somatório em módulo das posições compradas e vendidas em ações do fundo.

2 Exposição Líquida – Diferença entre o somatório das posições compradas e o somatório em módulo das posições vendidas em ações do fundo.

	Globex		Lojas Americanas		Guararapes		Renner	
	2005	2006 e	2005	2006 e	2005	2006 e	2005	2006 e
Projeções (R\$ milhões)								
Faturamento	2.689	3.227	2.767	3.583	1.515	2.029	1.136	1.448
EBITDA (critério mercado)	202	235	331	432	350	423	130	192
Financ. (clientes e fornecedores)	-2,6%	-2,2%	1,4%	1,2%	-0,3%	-0,2%	-0,7%	-0,6%
EBITDA (critério Globex ¹)	131	164	369	473	346	419	122	183
Lucro Líquido	55	123	176	220	78,92	294	80	120
Valuation								
Preço da ação ²	15,84		92,45		98,81		117,98	
Quantidade de ações	90.358		68.569		62.400		24.292	
Market Cap	1.431		6.339		6.166		2.866	
+								
Caixa Líquido	300		171		275		178	
=								
Firm Value	1.131		6.168		5.891		2.688	
FV/EBITDA (critério mercado)								
	5,6	4,8	18,6	14,3	16,8	13,9	20,7	14,0
Média Ex-Globex	18,7	14,1						
Upside Globex	234%	193%						
FV/EBITDA (critério Globex)								
	8,6	6,9	16,7	13,0	17,0	14,1	22,0	14,7
Média Ex-Globex	18,6	13,9						
Upside Globex	115%	101%						
P/L								
	25,8	11,7	36,0	28,8	78,1	21,0	35,7	23,9
Média Ex-Globex	49,9	24,5						
Upside Globex	94%	111%						
Fonte das projeções:		IP	Consenso de mercado (IBES) - 31/3/2006		Unibanco / CSFB		Consenso de mercado (IBES) 31/3/2006	

¹ Critério Globex: conservadoramente, traz todas as contas a valor presente

² Médio 31/03/200 e - esperado

DURATEX

A Duratex produz painéis de madeira e louças e metais sanitários destinados aos setores moveleiro e de construção civil. É controlada pela Itaúsa, suas ações preferenciais estão listadas no Nível I da Bovespa e possuem *tag along* de 80% (igual às ordinárias).

A companhia é organizada em duas divisões: Madeira e Deca. Ambas operam em mercados muito competitivos e são extremamente sensíveis ao crescimento do crédito e da renda. Em ambos os negócios a Duratex trabalha com capacidade ociosa e hoje investe apenas marginalmente buscando redução de custos e adaptação dos produtos para atingir mercados mais selecionados.

A principal fonte de resultados da empresa é o segmento Madeira, responsável por 68% das receitas e 74% do EBITDA. A Duratex é líder no setor no Brasil e um dos poucos produtores auto-suficientes em florestas. Isso traz vantagens em custos: enquanto seus competidores pagam aproximadamente R\$90/ton para abastecer suas máquinas, a Duratex faz o mesmo por aproximadamente um terço deste valor.

A diferença de custos é resultado da escassez de madeira terceirizada hoje no Brasil. O investimento em floresta é capital intensivo e tem um *payback* longo – no mínimo sete anos. Durante algum tempo o governo tentou promover o reflorestamento com incentivos fiscais, mas em meados dos anos 80 o programa foi cancelado.

Num país onde a taxa de juros real tem flutuado acima dos 10%, é natural que a atividade florestal fosse deixada de lado. Por algum tempo a falta de investimento não importava, já que os anos de incentivo fiscal foram capazes de gerar estoque razoável. Mas à medida que a demanda cresceu, a oferta não seguiu. Em 2003, pesquisadores no setor alertaram que o consumo de madeira reflorestada tinha ultrapassado a sua produção sustentável. Os preços de madeira em tora reagiram rapidamente, praticamente dobrando em um ano e meio.

Esse ambiente é positivo para a Duratex. Com madeira escassa e cara no mercado, alguns competidores terão dificuldades para aumentarem sua produção. Tenderão também a ser mais disciplinados na briga de preços. Para o MDF³, o principal produto da divisão Madeira,

³ Medium Density Fiberboard

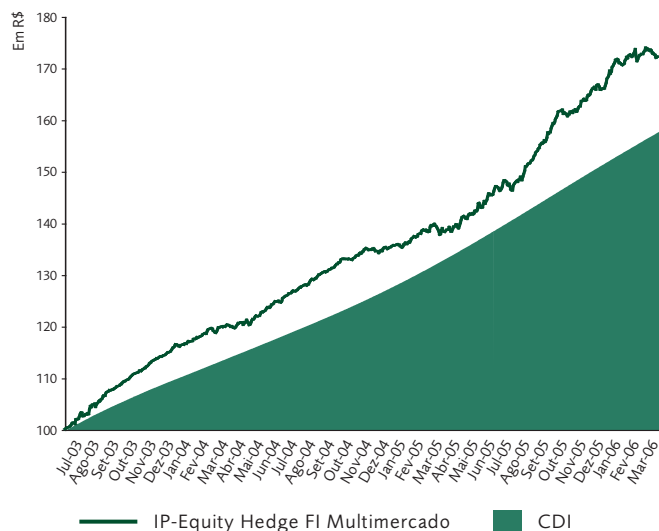
aproximadamente 50% da produção brasileira depende de madeira terceirizada. É também uma oportunidade de consolidação, já que a Duratex opera com baixa alavancagem. A consolidação também tende a levar à maior disciplina de preços no futuro.

No lado da demanda também há potencial para melhora. Após um 2005 difícil para a empresa, com juros altos e demanda em retração, 2006 começa com bons fundamentos. Com câmbio valorizado, que prejudica pouco a empresa, o Banco Central provavelmente terá maior facilidade em manter juros baixos sem que a inflação saia de controle. Menores taxas de juros afetam a oferta de crédito e impulsionam a demanda.

Olhando mais à frente, existe a possibilidade do início de um círculo virtuoso, em que juros baixos impulsionariam o diminuto mercado de crédito no Brasil e levariam à expansão do setor de construção civil. Como boa parte dos custos da empresa são fixos e existe capacidade ociosa, a expansão seria muito positiva tanto para volumes quanto para margens.

Iniciamos o investimento na empresa em novembro de 2005. Naquela época suas ações pareciam esquecidas pelo mercado por causa dos fracos resultados apresentados no ano. Ao final de março suas ações haviam subido 87%. Apesar da margem de segurança ter diminuído, ainda encontramos valor relevante nas ações da Duratex a ser reconhecido pelo mercado.

DIVULGAÇÃO DE PERFORMANCE



Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FI Multimercado	CDI	% CDI
Março 06	0,03%	1,42%	2,1%
Fevereiro 06	0,85%	1,14%	74,8%
Janeiro 06	2,80%	1,43%	196,5%
Dezembro 05	1,44%	1,47%	98,0%
Novembro 05	1,63%	1,38%	118,2%
Outubro 05	1,71%	1,40%	121,8%
Setembro 05	3,86%	1,50%	257,6%
Agosto 05	3,50%	1,65%	211,9%
Julho 05	0,17%	1,51%	11,3%
Junho 05	3,40%	1,58%	214,6%
Mai 05	2,38%	1,50%	158,9%
Abril 05	0,27%	1,41%	19,1%
2006 (YTD)	3,71%	4,04%	91,8%
2005	22,84%	19,00%	120,2%
2004	16,73%	16,17%	103,4%
2003 (1)	15,82%	9,76%	162,1%
12 meses	24,30%	18,84%	129,0%
Desde 07/07/2003 (1)	72,14%	57,86%	124,7%
Volatilidade Histórica	3,13%	0,11%	

(1) Início do Fundo em 07/07/03
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 113.424

INFORMAÇÕES

FUNDO

O IP-Equity Hedge é um Fundo de Investimento Multimercado regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM.

OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital superiores ao rendimento do CDI em períodos de um ano, combinando lastro em títulos públicos federais com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos.

ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado, sempre comparativamente ao valor intrínseco estimado pelo Investidor Profissional. Adicionalmente, o Fundo busca oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

O Fundo também pode investir de forma oportunista em ações de empresas envolvidas em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

Por concentrar suas operações no mercado acionário, onde é possível se verificar distorções (*spreads*) cujas magnitudes são, em geral, muito superiores às dos demais mercados, a estratégia de investimento adotada permite ao IP-Equity Hedge atingir os níveis de rentabilidade desejados sem incorrer nos riscos causados pelo excesso de alavancagem.

PÚBLICO ALVO

Investidores pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimento, que visam níveis de rentabilidade superiores aos dos instrumentos de renda fixa convencionais, e que entendam os riscos envolvidos nas operações com derivativos, suportando um nível de volatilidade acima da média dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado.

CATEGORIA ANBID

Fundo Multimercado com Renda Variável com Alavancagem



PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima: R\$ 100 mil

Movimentações mínimas subsequentes: R\$ 20 mil

Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Itaú (341) – ag. 2001 – cc. 12.032-4
IP-Equity Hedge FI Multimercado – CNPJ 05.728.069/0001-50

Conversão de cotas na aplicação: DØ da disponibilidade dos recursos.

Resgate programado (isento de taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 1 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diária
- Conversão de cotas no resgate: D + 3 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Computando-se eventuais investimentos do Fundo em outros fundos, poderá atingir no máximo 2,5% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.

Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação:

- IR entre 15% e 22,5% sobre os ganhos nominais, dependendo do tempo de permanência no Fundo e do prazo médio da carteira.
- Calculado e recolhido nos meses de maio e novembro, ou no resgate se ocorrer em outra data.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

www.investidorprofissional.com.br / faleconosco@investidorprofissional.com.br

Administrador e Distribuidor: Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Tel: (21) 3974 4601 / Fax: (21) 3974 4501

www.mellonbrasil.com.br / simone@mellonbrasil.com.br

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditor: KPMG

ALEATÓRIAS

"Um incentivo é tomar risco que não é revelado ao investidor - como risco e retorno estão relacionados, o administrador parece que supera seus pares... Tipicamente, os tipos de riscos que podem ser omitidos mais facilmente... são riscos que geram severas conseqüências com baixa probabilidade mas que, em troca, oferecem uma compensação generosa no resto do tempo. Esses riscos são conhecidos como riscos de cauda (tail risks)." – Raghuran Rajan

"Sempre que temos emoções fortes, somos passíveis de nos iludir." – Carl Sagan

"Qualquer pessoa que tenha tanta variedade de títulos ... está seguindo o que eu chamo de 'Escola de Investimento Noé' - dois de cada. Tais investidores deveriam estar pilotando arcas". – Warren Buffett

"Se você quiser saber o valor do dinheiro, vá tentar tomar algum emprestado" – Benjamin Franklin

"Você pode ser grande (e portanto sem liquidez); você pode (dentro de limites prudentes) alavancar-se. Mas o investidor que tenha forte alavancagem E pouca liquidez está jogando roleta russa, pois precisa acertar em relação ao mercado não apenas no final, mas a cada dia que passa". – Roger Lowenstein, When Genius Failed

"O problema, quando se segue a manada, é pisar no que ela deixa para trás". – anúncio do Contrarian Fund.

"Só quando a maré abaixa é que se descobre quem esteve nadando sem roupa." – Warren Buffett



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