

## ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Dezembro/2010

Encerrado mais um ano. Muito pouco muda efetivamente. Tivemos um ano muito bom, não apenas em rentabilidade alcançada, ajustada ao risco, mas também no desenvolvimento da nossa empresa. Agregamos excelentes novos membros à equipe e passamos a contar na nossa base de investidores com uma participação expressiva (e crescente) de investidores institucionais sofisticados, locais e estrangeiros; todos claramente muito alinhados com nossa visão de longo prazo.

Ao entrarmos em nosso 10o ano de existência da empresa, sentimos enorme conforto com os processos de investimentos que desenvolvemos e aperfeiçoamos internamente, e em como nesta nossa zona de conforto se situa um dos melhores conjuntos “risco X retorno” do universo de alternativas de investimentos do Brasil para os próximos anos.

Veremos a frente, e acreditamos que já observamos em 2010, períodos em que a seletividade será muito importante para gerar valor para os investidores. Não mais bastará comprar qualquer conjunto de ações e aguardar momentos de euforia de mercado que trazem a aleatoriedade com efeitos multiplicados. Mas boas escolhas irão sim trazer ainda resultados bastante positivos por um bom tempo a frente.

As atividades de M&A no país em seu maior nível histórico, os novos IPOs, os novos volumes de capital se dirigindo para a Bovespa, devem beneficiar tremendamente o grupo de empresas nas quais focamos, os investimentos “de valor”, companhias de médio porte, usualmente descontadas dos seus valores justos, levemente esquecidas pelo mercado.

É importante, depois destes 10 anos, saber diferenciar sorte de técnica. Claro que as duas andam juntas, mas para que haja perenidade e constância, devem ter pesos distintos e desproporcionais. Mercados em alta geram o “efeito gênio”, onde qualquer um, sem conhecimento tampouco experiência consegue durante um certo espaço de tempo resultados ótimos. A questão é como repetir isso no futuro. Hoje, temos convicção de que a maior parte dos nossos resultados são resultado do que construímos e aperfeiçoamos, isto é, técnica. Existe uma enorme diferença entre uma gestora de investimentos com a nossa filosofia com 2 anos de vida ou 10 anos, como a Orbe Investimentos. Estamos melhores e melhorando a cada ano.

Nosso Orbe Value encerrou o ano de 2010 com retorno positivo de 18,91%. O novo Orbe Icatu Previdência, que obedece uma alocação legal máxima em renda variável de 49%, finalizou seu primeiro ano com enorme sucesso, e em expressiva alta de 17,33%.

Abaixo reproduzimos uma tabela que mostra as mais expressivas variações, positivas ou negativas, das posições do portfólio de participações. Observe. Essa tabela não está neste relatório como mera curiosidade. O conceito que queremos passar é que nosso resultado, mais uma vez, não foi composto por um ou dois casos isolados de movimentos muito extremos, para nenhum dos lados. Nada subiu 400% ou caiu -50%, como se viu em vários casos no mercado neste último ano.

Com o passar do tempo, conforme comentamos acima, mais e mais ficamos confortáveis com nossa capacidade de escolher consistentemente os ativos corretos para nosso portfólio em cada momento, sem precisar contar somente com a “sorte”, ou eventos aleatórios, para compor boa rentabilidade. Um fundo com 10 ações em carteira, que viu uma destas subir 400% no ano, e todas as outras 0%, terminou o ano com rentabilidade superior a nossa. Isso representa boa gestão de portfólio? Evidentemente não.

Variação 2010 (inclui dividendo e/ou juros sobre capital)			
Kroton	+21,4%	Tempo	+36,8%
Embraer	+28,0%	Indusval	+3,41%
Valid (ABNote)	+11,3%	DHB	-0,51%
Comgás	+33,1%	Karsten	+49,3%
Guararapes	+10,5%	Bematech	+6,7%
Helbor	+72,7%	Schulz	+80,6%

Sabemos que existem outras formas de se investir, uma infinidade de diferentes estratégias e formas de se encarar a construção de um portfólio. E cada uma destas traz suas conseqüências, boas e ruins. Mas aqui sempre nos consideramos, e assim permaneceremos, como investidores bastante conservadores, procurando minimizar ao máximo os riscos de perda permanente de capital, para maximizar a composição de riqueza de longo prazo. Value investing não é apenas comprar barato, mas comprar o bom, e seguro, barato.

## Portfólio de participações

Conforme fizemos no último relatório trimestral, e após feedbacks muito positivos dos cotistas, citaremos abaixo a composição do nosso portfólio atual de participações, e na sequência comentaremos os resultados mais recentes divulgados por estas companhias, e nossa visão sobre elas e seu futuro.

Na tabela abaixo, vemos o resumo do atual portfólio, sem considerar caixa. A diferença entre os cerca de 90% representados na tabela abaixo e o total da carteira são participações residuais, ou novas posições que começamos a adicionar recentemente ao portfólio, e ainda não nos sentimos confortáveis em revelar. Aos mais atentos será fácil perceber que existe uma novidade nesta tabela, as ações de GP (GPIV11), portanto dedicaremos uma parte no fim deste já longo relatório a explicar o racional que baseia esta nova aquisição.

Posições relevantes (representam mais de 90% do patrimônio do fundo, sem considerar caixa):

Empresa	Tipo de ação	Setor / segmento de atuação	Valor de mercado
(R\$ milhões) em 30/12/2010			
Kroton	Unit	Educação	1.430
Embraer	ON	Aeronáutica/Defesa	8.540
Valid (ABNote)	ON	Cartões/Meios de pagamento/Identificação	1.030
Comgás	ON/PNA	Distribuição de gás natural	4.530
Guararapes	ON/PN	Varejo integrado de roupas/acessórios	4.960
Helbor	ON	Desenvolvimento imobiliário	1.366
Tempo	ON	Serviços/Seguros/Saúde	766
Indusval	PN	Serviços financeiros	324
DHB	PN	Autopeças	83
Karsten	PN	Têxteis/Bens de consumo	89
Bematech	ON	Tecnologia/Automação/Varejo	466
Schulz	PN	Bens de capital/Autopeças e Compressores	577
GP Investments	BDR	Investimentos diversificados	1.206

### Kroton

A Kroton vem melhorando continuamente seus resultados, como esperado após a integração com a IUNI. Neste 3T10, o EBITDA recorrente ajustado por custos de startup de novos cursos atingiu R\$ 22 milhões ou 14% da receita líquida. A companhia mantém o guidance de EBITDA recorrente de R\$ 100 milhões em 12 meses das operações atuais (a partir de ago/10), e nós concordamos com a projeção, até ligeiramente conservadora em nossa opinião.

Os números do 3T10 ainda são muito poluídos com gastos não-recorrentes da integração do IUNI, demissão de mais de 1000 colaboradores em julho/10 e implantação do novo modelo acadêmico. Esperamos um 4o tri com números muito mais simples e claros para o mercado.

A principal mudança na Kroton desde o início deste ano, além das já citadas, é a implantação de controles internos mais rígidos, de um modelo de orçamento bastante mais eficiente, aumentando as garantias de ele será cumprido. Isso já está em funcionamento pleno, o que aumenta nossa confiança nos resultados a frente da companhia.

As ações da Kroton subiram expressivos 45,8% no trimestre (15,8% no mês de dezembro).

Acreditamos que isto seja devido, em boa parte, aos investidores estarem entendendo melhor a dinâmica do setor de educação, como os impactos positivos que a mudança nas regras do FIES (empréstimo estudantil) trará, além do aumento de cobertura de analistas das ações de Kroton especificamente, com recomendações bastante positivas. As ações de Anhanguera e Estácio também reagiram com força no trimestre, altas respectivamente de 33,3% e 39,1%.

Entendemos, entretanto, que o mercado ainda não precificou corretamente nem a melhoria de resultados da companhia que se acentuará em 2011 e nem seu potencial de crescimento, assim como a melhoria de liquidez das ações e nas melhores práticas de governança e relacionamento com investidores.

Um dos últimos fatos do ano foi a saída, já prevista, de Luiz Kaufmann do cargo de CEO, passando a posição para Rodrigo Galindo. Kaufmann foi o responsável pela implementação de toda a agenda de melhorias em 2010, tendo feito um ótimo trabalho. Galindo é filho do fundador do IUNI e responsável por toda a integração Kroton/IUNI e implantação do novo modelo acadêmico na Kroton. Não há surpresas neste processo e esperamos que Galindo siga contribuindo para a melhoria de resultados da companhia.

## Embraer

O resultado de entregas de aeronaves da companhia foi um pouco aquém do que esperado pelo mercado, mas a companhia não só re-afirmou como aumentou a sua própria previsão para o ano de 2010, dando a entender que o quarto trimestre será bastante positivo, em entregas e margens. A empresa parece seguir tentando fazer o mercado entender as excelentes perspectivas a frente, mas o mercado ainda parece não ter compreendido, nos dando chance de acumular cada vez mais ações da empresa a preços incrivelmente baixos para o verdadeiro valor da companhia.

O EBITDA no ano deverá ficar em cerca de USD 460 MM, 10% acima do anteriormente previsto, e o caixa líquido da empresa chegar ao fim do ano acima de R\$ 1 bilhão. Mas muito mais importante que os resultados de curto prazo, que vão muito bem obrigado, são as novidades qualitativas.

No trimestre a empresa fechou a venda de 50 Phenom 300 (produto novo) mais 75 opções para a NetJets, totalizando um contrato novo de USD 1 bilhão. Além da óbvia importância econômica imediata deste contrato, ele também é de suma importância por diversos outros aspectos. A NetJet é líder mundial em aviação privada, jatos executivos, e é uma subsidiária da Berkshire Hathaway de Warren Buffett, gerida por David Sokol, que muitos acreditam ser o sucessor de Buffett. Como até recentemente a Embraer não tinha este tipo de produto, e focava apenas nos jatos regionais maiores, a NetJets nunca havia sido cliente da Embraer. Agora a companhia americana servirá como um excelente selo de aceitação dos novos produtos executivos da Embraer. Seus jatos executivos não poderiam estar começando sua história no mercado de forma mais positiva.

O setor de jatos regionais, principal segmento afetado pela crise internacional, ao menos por enquanto ainda o maior da empresa, parece dar sinais de recuperação, tanto pelas novas encomendas quanto pelo aumento do tráfego aéreo de passageiros. No entanto, isso ainda não pode ser observado nas entregas da Embraer em razão do caráter de longo prazo do negócio.

A participação do segmento de defesa foi de 7%, entretanto, se considerado o ano até o momento este percentual chega a 13%. Segundo a empresa, o cenário está cada vez mais favorável, com várias campanhas de venda em andamento. Em nossa visão, o segmento de defesa, monitoramento e treinamento ainda ganhará importância muito superior para a empresa nos próximos anos, com um forte domínio dos mercados sulamericanos.

A estrutura de serviços continua se expandindo como consequência natural do crescimento da aviação executiva. Neste trimestre foi finalizada a primeira subsidiária integral da Embraer em território chinês. O escopo de negócios da nova subsidiária abrange logística e venda de peças de reposição, bem como serviços de consultoria para ques-



Continuamos extremamente otimistas com relação à empresa, que já teve um valor de mercado 2X superior ao atual, ainda que em um momento, em nossa opinião, bastante inferior. Hoje o modelo de negócios é mais sólido, a situação financeira é até boa demais (com caixa líquido de mais de R\$ 1 bilhão), e as expectativas são grandes para as novas áreas de jogos executivos, de defesa e monitoramento e de serviços.

#### Valid (antiga ABNote)

A nossa American BankNote agora é Valid. A mudança de nome é apenas a parte mais visível e definitiva da separação da companhia das suas antigas origens e de seus antigos controladores. Hoje a companhia é um negócio brasileiro, controlado por um grupo de investidores em sua maioria brasileiros.

Seus resultados de 3o trimestre foram bastante satisfatórios, com EBITDA de R\$ 44,8 milhões no trimestre, 15% acima do período anterior, com margem de 22,6%, a maior rentabilidade recente. A esperada melhora no negócio de serviços gráficos, com foco em impressão eletrônica, personalizada e de maior valor agregado, em detrimento da gráfica geral, finalmente começou a se materializar permitindo a recuperação nas margens globais do negócio.

As outras divisões também tiveram resultados superiores aos anteriores. A divisão de cartões, mais importante da companhia, passou muito bem por uma relevante mudança nos seus negócios nos últimos dois anos, com o quase desaparecimento dos cartões indutivos (cartões de telefones públicos), e um grande avanço nos smart cards, produtos mais sofisticados e de maior valor agregado.

Com a saúde dos seus negócios atuais e uma série de aquisições e parcerias recentes (MicroEletronica, M4U, parceria com Haco), a empresa parece estar novamente em um ponto de inflexão positivo do seu contínuo processo de se reinventar, e posicionada para mais alguns ótimos anos a frente. Ao mesmo tempo negocia a um valor bastante abaixo do justo para uma companhia com suas qualidades (cerca de 6X EV/EBITDA de 2011). Excelente combinação de bom valuation, bom negócio e ótima gestão.

### Comgás

A companhia segue com consistência sua trajetória de adicionar um expressivo novo contingente de consumidores residenciais através de investimentos na expansão da cobertura da sua rede. Além do crescimento de receita importante que esta estratégia permite, o mais importante conforme já comentamos aqui, são as margens bastante mais expressivas que são possíveis neste segmento. Neste último trimestre divulgado foram 76 mil novos domicílios conectados desde o início do ano, e assim a companhia segue crescendo o número de novas ligações ligeiramente acima de 10% em base de comparação anual.

A rentabilidade da companhia já começa a retomar patamares anteriores a revisão tarifária do ano passado, e deve entregar um EBITDA, já contabilizado pelo IFRS, da ordem de R\$ 1,2 bilhão para o ano completo. Com enorme saúde financeira, a empresa segue pagando dividendos muito expressivos, mesmo mantendo o agressivo programa de investimentos em expansão, e ao preço atual das ações os dividendos dos últimos 12 meses representam um dividend yield de cerca de 9%.

Não achamos razoável as ações da Comgás serem negociadas por um valor inferior a cerca de R\$ 60/ação, o que implica em uma alta de cerca de 50% em relação aos preços atuais em um negócio resiliente, com altos dividendos, e por isso defensivo contra possíveis volatilidades do mercado como um todo. Assim, permanecemos bastante empolgados com os ganhos que ainda obteremos a frente com nossa posição nas ações da companhia, e seguirá sendo dos nossos mais importantes investimentos para o novo ano que começa.

### Guararapes

A Guararapes divulgou novamente números bastante positivos. A companhia apresentou um crescimento de mais de 20% das receitas, margens saudáveis e consequentemente geração de caixa bastante robusta.

Outra importante novidade foi a expansão de seu plano de crescimento. A Guararapes deve ter encerrado o ano de 2010 com 17 novas lojas, em uma importante aceleração do seu ritmo de crescimento. Para os próximos anos, no entanto, a companhia ainda aumentou seu plano de expansão se comprometendo a entregar no mínimo 22 lojas por ano entre 2011 e 2013.



Após um período importante de ajustes e aperfeiçoamento na estrutura produtiva, na logística e em detalhes de inteligência de varejo (sortimento de lojas, estoques, número de novos produtos e variantes,...), a companhia parece ter entrado em seu mais agressivo plano de expansão até hoje. Apenas como base de comparação, a companhia entrou em 2010 com 107 lojas em operação.

Além do robusto crescimento de receitas já mencionado, as margens brutas seguiram o caminho de melhoria dos últimos trimestres, enquanto a margem Ebitda foi ligeiramente inferior, em parte por causa do crescimento (despesas pré-operacionais de novas lojas) e um evento não recorrente do 3T09. Tudo isso levou o lucro líquido a R\$ 64 milhões, crescimento de mais de 50% ajustando não recorrentes mencionados. Em nove meses a companhia já havia entregue quase R\$ 340 milhões de Ebitda, um desempenho excepcional, e irá ultrapassar com facilidade os R\$ 500 milhões no ano fechado.

Apesar de termos adquirido nossas primeiras ações a um preço por volta de R\$ 28, quase inacreditável, temos total convicção que o preço atual da ordem de R\$ 80 ainda sub-avalia em muito a companhia. Se forem considerados os valores corretos do Midway Shopping (por exemplo, especialistas avaliam em até R\$ 1 bilhão), alguns outros ativos imobiliários e a operação financeira, se chega facilmente a conclusão que a Guararapes é a mais barata empresa de varejo listada na Bovespa. Considerando isso, o novo plano de expansão, e a nossa confiança na gestão da companhia, a mantemos no portfólio de participações com grande convicção.

## Helbor

A atualização sobre o 3o trimestre dos negócios da Helbor terá a mesma tônica das anteriores, com forte crescimento em todas as linhas. A receita apurada contabilmente continua crescendo em ritmo acelerado e atingiu, neste último trimestre divulgado, R\$ 270 MM, 30% de aumento em relação ao ano anterior, porém mantendo as margens estáveis ou melhores.

As margens bruta, EBITDA e líquida ficaram acima da média do ano de 2010, fechando o tri com 34,5%, 26,6% e 21,5% respectivamente. Esse deve ser o patamar de margens nos próximos períodos, considerando a forma de contabilização das incorporadoras que traz hoje para os balanços resultados efetivamente realizados no passado, e facilitam tremendamente as projeções.

Por todos os fatores descritos anteriormente, podemos observar, neste trimestre, um recorde tanto no EBITDA (R\$ 71 MM) como no Lucro Líquido (R\$ 57 MM), evidenciando um crescimento de 78% e 138% respectivamente. Em suma, o resultado da empresa foi extraordinário, e para se ter uma idéia, somente nos 9 primeiros meses do ano, todos os números já ultrapassam com folga o realizado em todo o ano de 2009.

A Helbor lançou R\$ 427,7 milhões no 3T10, um aumento de 107,7% em relação ao 3T09, e considerando os 9M 2010 este aumento é de 45%. As vendas contratadas atingiram R\$ 446 milhões no trimestre. Diferentemente do que vinha acontecendo nos outros trimestres, o percentual de “vendas de lançamentos” (75%) foi bem maior que o percentual de “vendas de estoque” (25%), em função do grande sucesso de vendas que foi o projeto “Casa das Caldeiras”.

Ainda no último trimestre de 2010, devem ter lançado, de forma bastante bem sucedida, cerca de R\$ 300 milhões adicionais. Para 2011, a empresa acredita lançar cerca 30 projetos, totalizando aproximadamente R\$ 1,8 Bi. Neste último trimestre foram adquiridos 14 novos terrenos, e com isso hoje o banco de terrenos total representa 49 projetos no valor total de R\$ 4 bilhões com a parte Helbor correspondendo a R\$ 3,1 bilhões. Comparando a concentração geográfica do banco de terrenos e a concentração dos lançamentos, pode-se depreender que a diversificação geográfica irá se intensificar. Um dos nossos mais bem sucedidos investimentos de todos os tempos, a Helbor ainda nos dará alegrias importantes nos próximos períodos.

## Tempo

Investimos na TempoAssist em um estágio avançado de uma profunda reestruturação que já começava a mostrar tímidos resultados pontuais. Em nossa tese não esperávamos e nem esperamos agora grandes revoluções na empresa, mas sim um aumento gradual da eficiência, resultados cada vez mais transparentes e neste primeiro momento tímida, porém constante, melhora também na primeira linha do balanço.

Tais fatores têm seguido em linha com o que esperávamos. No 3º trimestre a companhia já apresentou números limpos, conseguiu sair com sucesso da diligência técnica e fiscal que tirava o foco da operação odontológica por quase um ano, instalou o SAP, integrou as diferentes divisões e aperfeiçoou as operações dentro de cada uma delas, com destaque para a divisão odontológica.

Considerando isso tudo, a companhia cresceu sua receita líquida 30% durante 2010, atingindo R\$ 702 milhões no acumulado de nove meses. Este número, porém, quando expurgado o efeito da seguradora do Unibanco que passou a ser contabilizada em Abril/2010, cai para um crescimento de cerca de 7%. Claramente o maior problema para o crescimento da companhia foi na divisão odontológica pelos problemas já mencionados que impediram suas vendas, enquanto a melhor notícia veio da tradicional área de assistências que após importantes mudanças no modelo de negócios em 2009 emplacou um crescimento de quase 25% em nove meses.

Pela volatilidade de resultados e efeitos não-recorrentes é de pouco significado qualquer comparação com o passado principalmente em trimestres pontuais, porém em nossa visão são recorrentes os R\$ 47 milhões de Ebitda entregues no acumulado do ano (sendo R\$ 19 milhões apenas no último trimestre), que mostraram crescimento de 28% sobre o resultado dos nove meses do ano anterior. É importante notar ainda que todas as divisões mostraram diminuição no número absoluto das despesas gerais e administrativas do 2º para o 3º trimestre do ano, mais comparáveis do que o ano anterior neste caso.

Acreditamos que a época de reestruturação está quase terminada, com as operações já com um grau de eficiência bastante elevado, despesas em níveis razoáveis e, mais importante do que tudo isso, equipe de gestão formada e adaptada. Isso tudo deve trazer expressivos crescimentos na primeira linha, agora nossa principal preocupação, durante 2011, e com isso uma rentabilidade bastante superior. Também já agora no início do ano a companhia deve detalhar o novo negócio, a joint-venture com a Caixa, e isso deve ajudar o mercado a precificar esse importante novo negócio.

Por fim, é importante mencionar que foi divulgado fato relevante em 15 de outubro informando que a companhia está sendo assessorada por dois bancos para “prospecção de oportunidades de combinação de negócios, investimentos e desinvestimentos para seus diversos segmentos de negócios”, o que agitou o mercado, mas ainda na prática nada há de concreto. Aguardemos novidades.

**DHB**

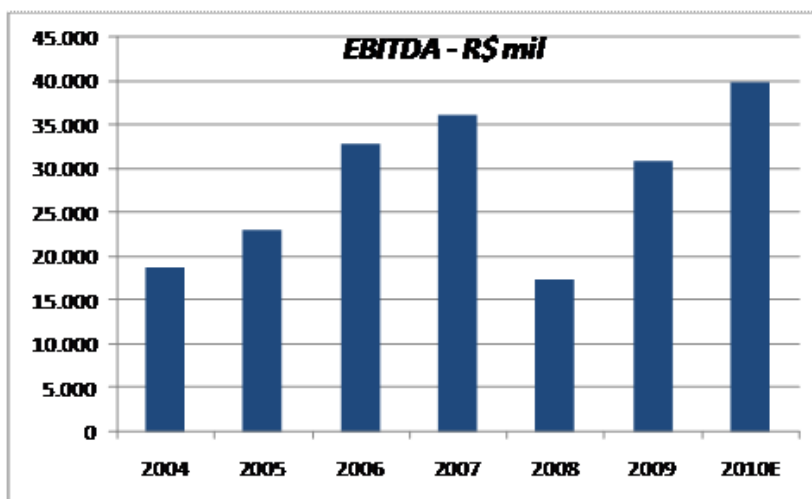
A DHB, para os que não se lembram, fornece bombas, direção manual, hidráulica e elétrica, principalmente para veículos leves. Seus principais clientes são as montadoras diretamente, havendo também parcela de receita vindo do after-market, ou reposição. A empresa teve problemas no início da década de 90 por uma diversificação mal sucedida.

Com a retomada do mercado automotivo principalmente desde 2005, a empresa começou a renegociar suas debêntures antigas, algumas com deságio superior a 90%. O balanço do 3T10 é o primeiro que vem com poucas debêntures remanescentes (apenas cerca de 20% do total), que sujavam, contabilmente, seu balanço. Esta é uma melhora relevante na estrutura de capital da empresa e um vetor relevante para seu crescimento futuro.

Estas debêntures eram marcadas conforme o cálculo previa em sua escritura, mas quando há acordos para pagamento, os valores são sempre muito inferiores. Com isso, o lucro contábil da renegociação de debêntures em 2010 supera os R\$ 400 milhões. Vejam abaixo a nítida melhoria do balanço, especialmente no Exigível a Longo Prazo e no Patrimônio Líquido.

	31/12/2009	30/09/2010		31/12/2009	30/09/2010
Ativo Total	215.126	257.151	Passivo Total	215.126	257.151
Ativo Circulante	112.630	125.780	Passivo Circulante	851.632	397.681
Realizavel LP	24.679	49.136	Exigível LP	106.450	130.977
Permanente	77.817	82.235	Patrimonio líquido	-744.876	-273.577

Associado a redução drástica do endividamento contábil, a empresa nos últimos anos vem melhorando seus resultados operacionais, que podem ser vistos pelos números de sua subsidiária DHB Componentes Automotivos, também aqui demonstrados. O EBITDA em 2010 será de aproximadamente R\$ 40 milhões, ou 13% da receita líquida.



Para 2011, esperamos a eliminação de todas as dívidas não-operacionais (debêntures remanescentes) e a nova melhoria operacional, com aumento de vendas para as montadoras, e after-market, e a entrada no mercado de direções para veículos pesados, em parceria com alemã Ixetic.

Gerando R\$ 40 milhões de EBITDA anual, com um valor de mercado de apenas R\$ 80 milhões e ainda inúmeras possibilidades de melhorias operacionais e financeiras, acreditamos que 2011 será o ano da virada para a companhia. Vale lembrar que a DHB oferece Tag Along para todos os acionistas e direito de voto em certas matérias, seguindo os preceitos do Nível 2 de Governança Corporativa, para o qual a companhia está já preparada.

## Indusval

O resultado do banco no terceiro trimestre foi novamente marcado pelo conservadorismo, com características como o baixo crescimento da carteira, excesso de caixa livre e Basiléia alto. Como consequência natural destes fatores, o banco continuou apresentando um baixo ROE se comparado com seus concorrentes do setor.

Conforme já comentamos, se existe algo que não nos incomoda é um banco conservador. Dado o nível ridiculamente baixo dos preços das ações, temos nos remunerado bem com dividendos e juros sobre capital. Mas evidentemente entendemos que os ganhos expressivos nos preços das ações somente virão quando o banco começar a convencer o mercado que pode entregar níveis de rentabilidade superiores, como já fez no passado e deve voltar a fazer em breve.

A carteira de crédito no terceiro trimestre teve ligeiro aumento de 5% (chegando a R\$ 1,7bi.). Para o ano de 2011 com certeza esperamos um movimento mais intenso de aumento de carteira, com adição de clientes maiores, na linha de negócio Corporate recém iniciada. Acreditamos ser possível um crescimento de carteira de ordem de 20%, pela atual situação de caixa da empresa, e pela atual visão de que está na hora de começar a crescer novamente.

Como já explicado em outros relatórios, o grande problema e dificuldade de perceber uma melhora nos indicadores de PDD (Provisão para Devedores Duvidosos) e inadimplência é que a partir do momento em que os créditos são provisionados como "H" (pior nível de crédito possível segundo a legislação), lá permanecem até que se consiga (se conseguir) a recuperação do crédito e o valor seja efetivamente recebido. Isso quer dizer que numa carteira de crédito que não cresce, o índice de NPL (Non-Performing Loans ou seja, inadimplência) tende a ficar mais alto, pois a inadimplência dos contratos antigos não são diluídos no crescimento, o que efetivamente aconteceu neste trimestre.



Com o banco alcançando o crescimento que acreditamos para 2011, e com consequente redução proporcional das provisões de carteira, a rentabilidade deve ser alterada de forma muito expressiva e poderemos ver o Indusval com um ROE consideravelmente superior a 10%. Com isso se concretizando, a atual cotação das ações do banco fica ainda mais sem sentido e devemos ver interessantes movimentos.

Evidentemente o problema do Panamericano também afetou as cotações das ações dos bancos médios na Bovespa. Mas deveria ser evidente para quem entende deste negócio que Panamericano e bancos como o Indusval não tem absolutamente nenhuma similaridade. Operam em diferentes negócios, adotam políticas e estratégias completamente diferentes. E enquanto um foi gerido de forma claramente suicida, o outro só pode ser criticado pelo seu conservadorismo excessivo. Enfim, para nós, o evento Panamericano, se ruim no curto prazo para as cotações do Indusval (e mesmo assim questionável, pois nós e os controladores pudemos comprar mais ações dele), no longo prazo só trará benefícios, ao trazer mais saúde e controles na indústria dos bancos, e separar os bons dos duvidosos.

## Karsten

As ações de Karsten tiveram forte reação no 4o tri/2010, com alta de 62%. Aparantemente um grupo de outros investidores perceberam que as ações da companhia representavam oportunidade expressiva, até agora não havendo se recuperado da crise de 2008. A companhia segue bem e a cotação segue defasada (divulgou recentemente

Juros sobre capital intermediários de R\$ 0,26/ação, equivalente a mais de 4% do preço atual da ação, já após a alta recente).

A Karsten continua seu processo de recuperação de margens e integração com a adquirida Trussardi. Recentemente, a alta do algodão foi um fator negativo para o setor, que não afetou muito os resultados de 2010 da Karsten, já que a empresa havia estocado grandes volumes de sua matéria-prima em jan/2010. Esperamos que o setor consiga manter suas margens brutas em 2011, com aumentos de preços que já vêm acontecendo.



Para 2011, vemos um ano de crescimento moderado para a empresa, mas de continuada melhoria de resultados operacionais. Além disso esperamos da gestão atual um série de outras mudanças positivas, agora que a tempestade está definitivamente no passado, como por exemplo foco e maior atenção da área de relações com investidores da companhia, uma demanda antiga nossa, além de uma maior aproveitamento da marca Trussardi.

## Bematech

Desde o 1o trimestre de 2009, a Bematech parou de registrar taxas de crescimento vertiginosas, após o fim do ciclo de aquisições e início de um período de consolidação e re-organização de suas atividades. Nos períodos recentes, e notadamente no 3o trimestre de 2010, o crescimento de receitas decepcionou investidores em geral.

Enquanto a companhia corta linhas de produtos de rentabilidade inferior no segmento de hardware e evita uma briga de preços com concorrentes menores, realmente o que vemos é uma receita com crescimento fraco. Porém, por outro lado, a companhia caminha para os níveis de rentabilidade satisfatórios.

Já o negócio de software caminha bem, com um direcionamento estratégico agora consistente, que tem se refletido em vendas consistentes de produtos de receita recorrente, e importante recuperação de rentabilidade das operações antigas e adquiridas ao longo dos últimos anos.

O negócio de prestação de serviços também passa por um momento de mudanças importantes, com redução expressiva de um grande (mas ruim) contrato de manutenção de equipamentos de captura de transações de cartões, e um foco em aumentar os contratos de manutenções dos próprios equipamentos Bematech, conforme a base instalada se expande, e a companhia vem começando a atender mais as grandes varejistas.

Esta migração de modelo está preparando a companhia para aproveitar melhor as grandes tendências do varejo no Brasil e no resto do continente, com o crescimento, consolidação, a formalização e a informatização do setor. Assim a companhia permanece como uma das melhores opções com exposição a drivers de varejo da região, ao mesmo tempo com cotações ainda bastante defasadas em relação ao um valor justo da companhia.

## Schulz

Nossa posição de portfólio mais antiga, há 6 anos, continua apresentando resultados excelentes, e nos mantém satisfeitos e confiantes. Com os resultados divulgados do 3o trimestre, a empresa deixa claro que irá ultrapassar a marca de R\$ 100 milhões de EBITDA gerado em 2010 pela primeira vez, como esperávamos.

Para 2011, a companhia já divulgou investimentos novos de R\$ 25 milhões para a instalação de um novo forno em sua fundição, com o qual se tornará a 2a maior fundição da América do Sul. As indicações de clientes, novos projetos e produtos, indicam períodos a frente muito aquecidos. Assim esperamos mais recordes de receita e rentabilidade a frente. Schulz se mantém uma de nossas maiores posições.

Com os resultados e preços das ações de empresas do mesmo setor de atividade, como Randon e mesmo Romi, e movimentos como a recente migração da Metal Leve para o Novo Mercado da Bovespa, acreditamos estar perto o momento em que a Schulz receberá a atenção que merece, e com isso liquidez e valorização adequada para as suas ações, ainda em patamar muito aquém do justo.

## GP - novo investimento

A GP Investments (GPIV11), é a companhia de investimentos fundada em 1993 pelos três ex-sócios do Banco Garantia, atuais controladores da Inbev, Jorge Paulo Lehmann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, e é hoje uma das líderes destacadas em gestão de investimentos de Private Equity (investimento em empresas de capital fechado) na América Latina. Também através da controlada BRZ Investimentos, gerenciam fundos focados em ativos mais líquidos, com uma ampla família de fundos de investimento abertos para investidores em geral.

De certa forma a GP atua no mesmo mercado da Orbe Investimentos, lidando de um lado com grupos de investidores em seus fundos e de outro buscando oportunidades de investir o capital disponível da melhor forma. Entendemos da lógica do mercado e do que representa as forças e fraquezas nele. E sempre tivemos interesse pelo ativo. Entre 2009 e 2010, após alguns problemas que enfrentaram com Magnesita e San Antonio, dois de seus mais relevantes investimentos, e mais recentemente com Imbra, um dos seus maiores fracassos, o mal humor do mercado em relação a empresa colocou a cotação das suas ações a preços completamente absurdos na nossa opinião. Então aproveitamos este exagero e recentemente montamos a posição.

Após seu próprio IPO na Bovespa, a GP passou a não somente gerir fundos de Private Equity com capital de terceiros, como também ser o maior investidor direto em seus próprios fundos através do capital levantado no IPO. Assim, tenta alinhar interesses e ganha capital próprio sem prazo de resgate para trabalhar, além de abrir outras possibilidades, como levantar capital com dívida (o que já começaram a fazer). Ao longo de seus 17 anos a GP já abriu 5 fundos, e atualmente 3 destes fundos ainda estão em operação, em diferentes fases.

A GP usualmente investe em empresas de médio e grande portes, e toma uma posição muito ativa na gestão. Grande parte dos seus casos de sucesso tiveram como catalisador uma nova gestão profissional, racionalização de custos e despesas, com foco em expansão de receitas, margens e geração de caixa.

A grande barreira para o crescimento do setor de Private Equity no Brasil era a saída dos investimentos. Com o desenvolvimento do país, que culminou no boom de IPOs de 2004–2008, esta barreira foi quebrada e o que se viu no Brasil foi um crescimento significativo do setor e um número de empresas com potencial de crescimento recebendo investimentos, permitindo assim sua consolidação e tornando-se grandes players dentro de seus respectivos setores.

O negócio de Private Equity baseia-se em comprar companhias a preços razoáveis (com ou sem alavancagem), geri-las bem por algum período e desinvestir, tipicamente em bolsa de valores ou venda para parceiros estratégicos ou concorrentes. A GP já mostrou, por seu histórico, ter força nestas várias áreas como em casos por exemplo de Equatorial e BR Malls.

Em 2002 a Equatorial tornou-se um investimento da GP, que ficou até 2007. Durante esse período, a GP reformulou a equipe de gestão, reestruturou o organograma e revisou as tarifas. Os resultados obtidos geraram um aumento de EBITDA de 345,9% entre 2004 e 2007 (de R\$ 85 milhões para R\$ 379 milhões). A evolução da margem EBITDA foi de 16,2% para 43,1%. O desinvestimento na Equatorial aconteceu em três etapas. A primeira foi o IPO em 2006. Posteriormente, em janeiro de 2007, a GP realizou uma negociação em bloco, e por último, em dezembro do mesmo ano, realizou a venda da participação restante. Outros casos recentes de sucesso de gestão e saída da GP foram: Lupatech (petróleo e gás), ALL (logística), BR Malls (shopping center) e Farmasa/Hypermarcas (bens de consumo).

Na nossa visão GP é uma forma extremamente interessante, e barata, de participar do desenvolvimento do Brasil, e de certa maneira da América Latina. Nos preços atuais o downside é incrivelmente limitado e improvável, pois a grande parte do preço atual em Bolsa é representado pelas participações detidas nas empresas já listadas em Bolsa, quase em sua totalidade empresas grandes, e de negócios extremamente estáveis.

Juntando-se a essas participações o caixa disponível da GP, temos praticamente o valor de mercado atual da empresa. Seria como se as empresas ainda de capital fechado do portfólio tivessem valor praticamente zero, e ainda ignorando-se que as gestoras valem muito dinheiro (a própria gestão de fundos da GP e a BRZ são dois grandes ativos - vide transações recentes Pátria/Blackstone, Gávea/Highbridge). Não nos parece razoável. Assim, enxergamos no ativo uma forma de conseguir exposição barata, segura e alavancada (pois quando o valor das participações sobe, a GP não ganha apenas pela valorização do seu investimento direto mais também pelas taxas que cobra dos investidores em seus fundos) a excelentes companhias e setores da economia brasileira.

As principais posições hoje em dia são empresas e/ou setores que conhecemos profundamente, e isso nos traz grande conforto sobre o nível de preços da companhia. Não entraremos aqui nos detalhes de cada uma destas companhias, até por serem a grande maioria delas empresas já listadas na Bovespa, com grande transparência e volume de informações abundante. São estas participações:

- Tempo Assist (TEMP3); empresa da qual somos acionistas diretamente também há algum tempo.
- BRProperties (BRPR3); empresa de investimentos imobiliários, outra área que conhecemos bem, inclusive com nossa participação relevante na TRX Realty.
- Magnesita (MAGG3); empresa que conhecemos há mais de uma década, um dos ativos mais diferenciados e de posição competitiva mais forte que existem no Brasil.
- Estácio (ESTC3); setor de educação, um dos setores de nossa preferências para os próximos anos, como já demonstrado com a relevante posição de Kroton.
- BHG (BHGR3); investimentos imobiliários em hotelaria. Racional similar a BR Properties, porém em outra vertical.
- LeitBom; caminhando para ser uma das maiores empresas de lácteos do Brasil, negócio que conhecemos tam-

bém em profundidade em virtude do investimento em Vigor há alguns anos (amplamento conhecido por nossos investidores).

- San Antonio; empresa latino-americana de serviços para exploração de petróleo e gás. Um dos setores que deve ter mais dinamismo na América do Sul nos próximos vários anos a frente.

O ponto, de forma resumida, é que vemos na GP um ativo excessivamente descontado do seu valor justo, muito seguro, isto é, com uma relevante margem de segurança, e capitaneado por executivos muito talentosos e extremamente focados em criação de valor. Aliado a isso vemos um bom número de catalisadores a frente, que devem ajudar a destravar o valor das companhias investidas e por conseguinte, da própria GP, como por exemplo eventuais IPOs de LeitBom e San Antonio, a finalização da venda da Tempo, e novas transações de M&A no mercado de gestoras de fundos.

Estamos à disposição para qualquer esclarecimento.

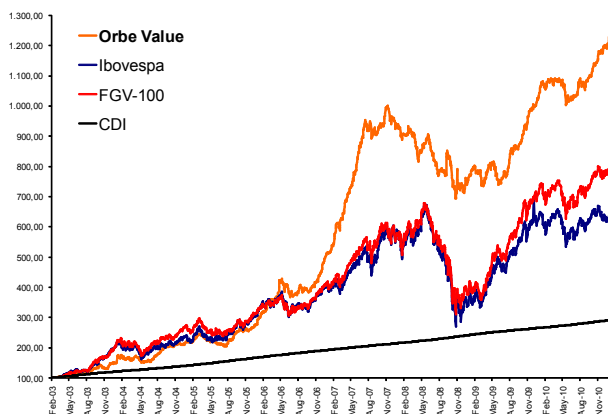
Agradecemos a confiança,

Orbe Investimentos

## ORBE VALUE FIC FIA

Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
<p>O fundo Orbe Value FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.</p>	<p>Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo.                      Aplicação Inicial: R\$ 30.000                      Aplicação Mínima: R\$ 10.000                      Aplicação máxima: R\$ 300.000                      Resgate: Cotização: D+59                      Financeiro: D+62                      Taxa de administração: 2,3% a.a.                      Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o FGV-100, anualmente, com marca d'água permanente.</p>	<p>Orbe Value FIC de FIA                      CNPJ: 05.382.556/0001-03                      Gestão: Orbe Investimentos                      Administração: BNY Mellon                      Custodia: Bradesco                      Auditoria: KPMG                      Código Anbid: 147.370                      Categoria: Ações Outros</p>

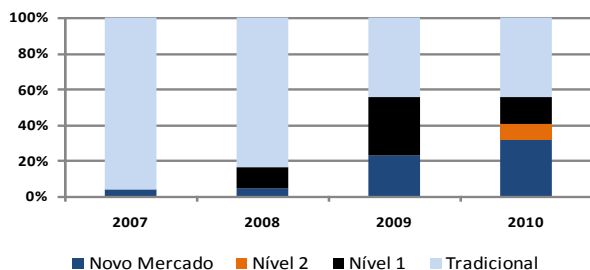
### Rentabilidade Acumulada



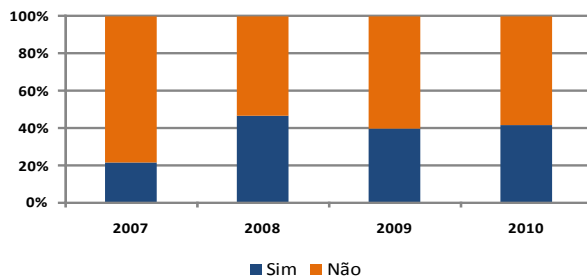
	Orbe Value	FGV-100
Dezembro/2010	2,68 %	3,36%
Novembro/2010	4,16 %	-2,53%
Outubro/2010	4,59 %	3,79%
Setembro/2010	1,95%	5,99%
Agosto/2010	-0,84%	-1,41%
Julho/2010	5,25%	8,22%
Junho/2010	-0,29%	-2,35%
Maio/2010	-4,45%	-4,54%
Abril/2010	0,04%	-3,05%
Março/2010	0,08%	-4,31%
Fevereiro/2010	1,39%	1,73%
Janeiro/2010	3,31%	-2,81%

	Rentabilidade	Ibovespa	%Ibovespa	FGV-100	%FGV-100	CDI	%CDI	US\$	Rentabilidade em US\$
Desde o início (fev/2003)	1127,51%	533,43%	211%	683,54%	165%	191,26%	590%	-52,74%	2497,49%
Nos últimos 60 meses	342,33%	107,16%	319%	148,82%	230%	74,19%	461%	-28,70%	520,40%
Nos últimos 48 meses	139,21%	55,83%	249%	90,18%	154%	51,53%	270%	-22,07%	206,94%
Nos últimos 36 meses	31,43%	8,48%	371%	36,30%	87%	35,52%	88%	-5,93%	39,72%
Nos últimos 24 meses	61,26%	84,56%	72%	106,81%	57%	20,59%	298%	-28,7%	126,18%
Ano de 2007	82,00%	43,65%	188%	39,53%	207%	11,82%	694%	-17,2%	119,68%
Ano de 2008	-18,50%	-41,22%	-	-34,09%	-	12,38%	-	31,9%	-38,23%
Ano de 2009	35,62%	82,66%	43%	87,65%	41%	9,88%	361%	-25,5%	82,02%
Ano de 2010 = 12 meses	18,91%	1,04%	1811%	10,21%	185%	9,75%	194%	-4,3%	24,26%
Dezembro de 2010	2,68%	2,36%	114%	3,36%	80%	0,93%	289%	-2,9%	5,76%

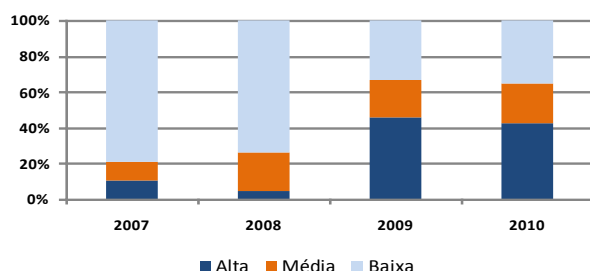
### Governança Corporativa



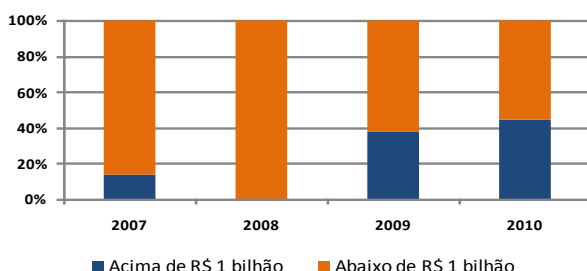
### Participação em Conselhos de Administração



### Liquidez



### Valor de Mercado



## ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

### Resumo Fundo

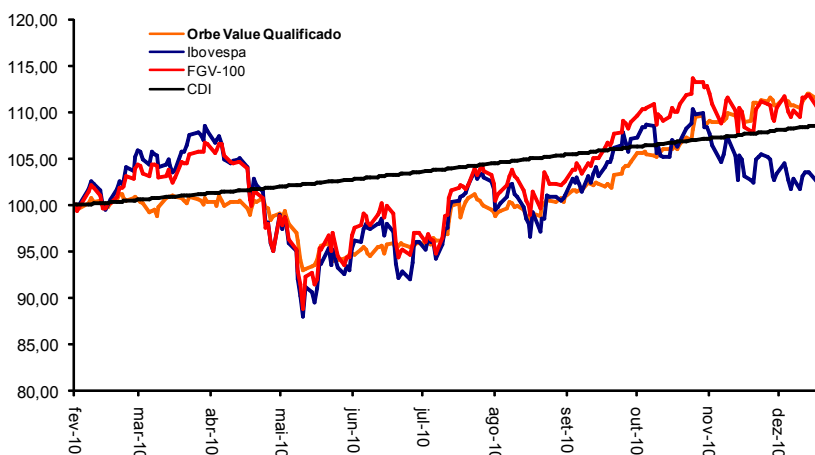
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

### Características

Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo.  
 Aplicação Inicial: R\$ 30.000  
 Aplicação máxima: Não há.  
 Resgate: Cotização: D+60  
 Financeiro: D+63 (último dia útil de cada mês)  
 Taxa de administração: 1,8% a.a.  
 Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o IGPM+7%, anualmente, com marca d'água permanente.

### Detalhes Estrutura

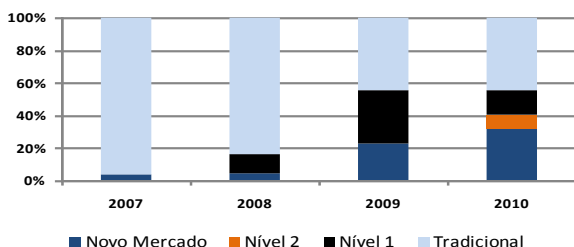
Orbe Value Qualificado FIC de FIA  
 CNPJ: 11.225.868/0001-06  
 Gestão: Orbe Investimentos  
 Administração: BNY Mellon  
 Custodia: Bradesco  
 Auditoria: KPMG  
 Código Anbid: 242.454  
 Categoria: Ações Outros



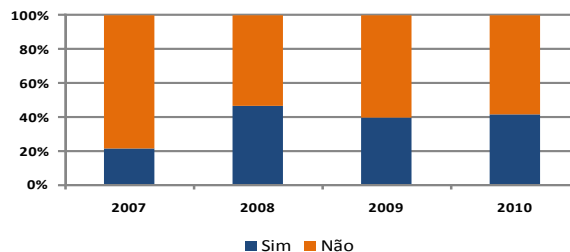
Orbe Value Qualificado	
Dezembro /2010	2,82%
No ano	14,14%
Desde o início - fev/10	14,14%

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 11 milhões		
Patrimônio em 29/10/2010: R\$ 37 milhões		
Dez/10 2,82%	Set/10 1,93%	Jun/10 -0,25%
Nov/10 4,22%	Ago/10 -0,77%	Mai/10 -4,42%
Out/10 4,55%	Jul/10 5,28%	Abr/10 0,14%
Jul/10 5,28%	Mar/10 0,01%	-

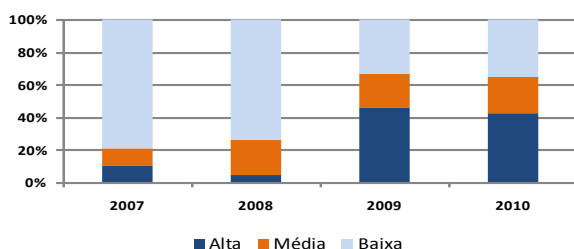
### Governança Corporativa



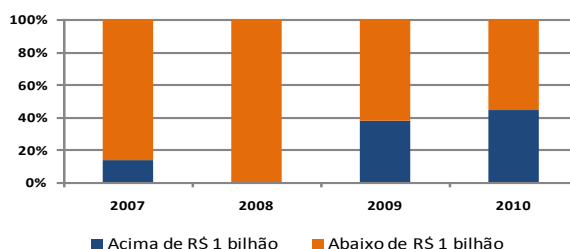
### Participação em Conselhos de Administração



### Liquidez

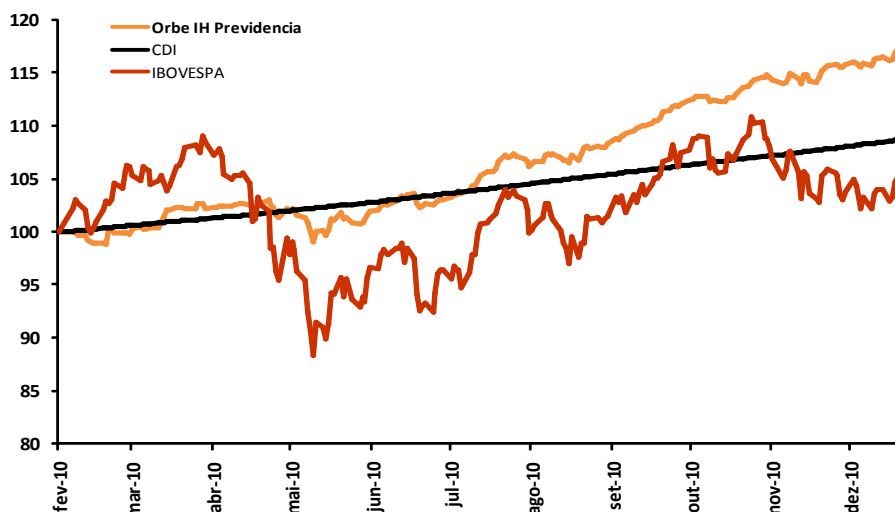


### Valor de Mercado



## ORBE ICATU PREVIDENCIA FIM

Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
Fundo de previdência com objetivo de agregar rentabilidade diferenciada através do investimento de até 49% do patrimônio seguindo a estratégia fundamentalista de longo prazo em ações de empresas listadas na Bovespa.	Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo. Aplicação Inicial: R\$ 10.000 Aplicação máxima: Não há. Aplicação Mínima: R\$ 500,00 Resgate: Cotização: D+1 Financeiro: D+ 5 Taxa de administração: 2,75% a.a. Taxa de performance: Não há	Orbe Icatu Previdencia FIM CNPJ: 10.922.429/0001-90 Gestão: Orbe Investimentos Administração: BNY Mellon Custodia: Bradesco Auditoria: KPMG Codigo Anbid: 243043 Categoria: Previdência Multimercado e Renda Variável



### Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

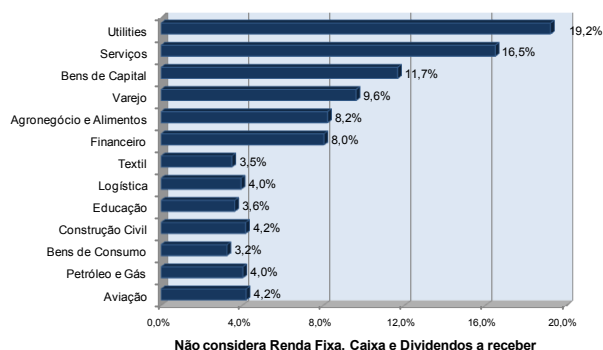
**Rentabilidade últimos 12 meses**  
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 1,2 milhões

Dez/10	2,33%	Ago/10	0,67%	Abr/10	0,45%
Nov/10	1,46%	Jul/10	4,18%	Mar/10	3,36%
Out/10	2,00%	Jun/10	0,58%	Fev/10	-1,06%
Set/10	3,19%	Mai/10	-0,93%		

Rentabilidade acumulada desde o Início: 17,32%

(fev/2010 a dez/2010)

### Investimento por Setor Econômico



### Composição da carteira atual:

